



mccarthy  
tetrauit

# Sur la cible

Perspectives du capital  
d'investissement privé pour 2025

**mccarthy  
tetrauit**



Le présent article ne contient que des renseignements généraux et n'est pas destiné à fournir des conseils juridiques. Pour obtenir de plus amples renseignements, veuillez communiquer avec l'une de nos personnes-ressources dont la liste figure à la page 24.

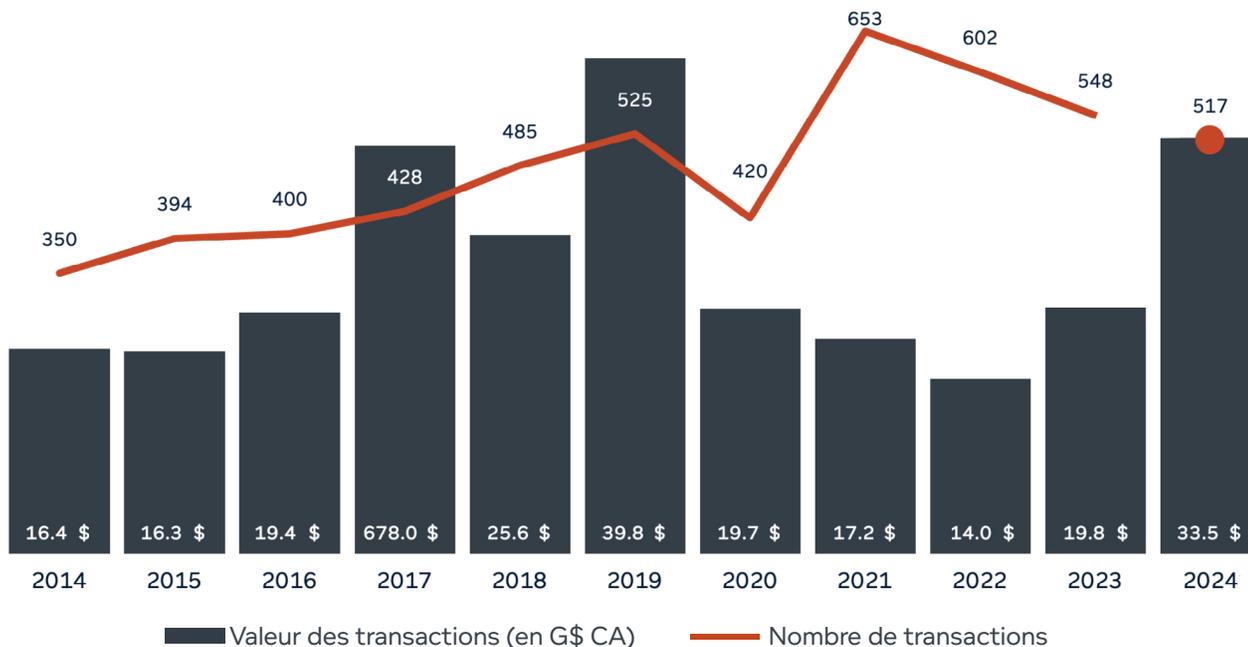
**Auteurs:**

Chanelle Bristol, Matthew Cumming, Suzie Cusson, Maureen Gillis, Heidi Gordon, Martha Harrison, Mathieu Laflamme, Gianluca Mazzanti, Patrick McCay, Haiya Peng, Alykhan Rahim, Debbie Salzberger, Gajan Sathananthan et Patrick M. Shea.

# 2024 en Chiffres – Vue d’ensemble du Capital d’investissement Privé au Canada

En 2024, alors que la baisse de l’inflation et des taux d’intérêt se heurtait à l’instabilité géopolitique et à l’incertitude économique persistantes, le marché canadien du capital d’investissement a affiché des tendances contradictoires. Même si le nombre de transactions a diminué d’une année à l’autre entre 2023 et 2024 et que les levées de capitaux ont chuté de façon spectaculaire, la valeur totale des transactions a augmenté de façon marquée, faisant de 2024 une année de contrastes.

## FLUX des transactions de CI au Canada par année

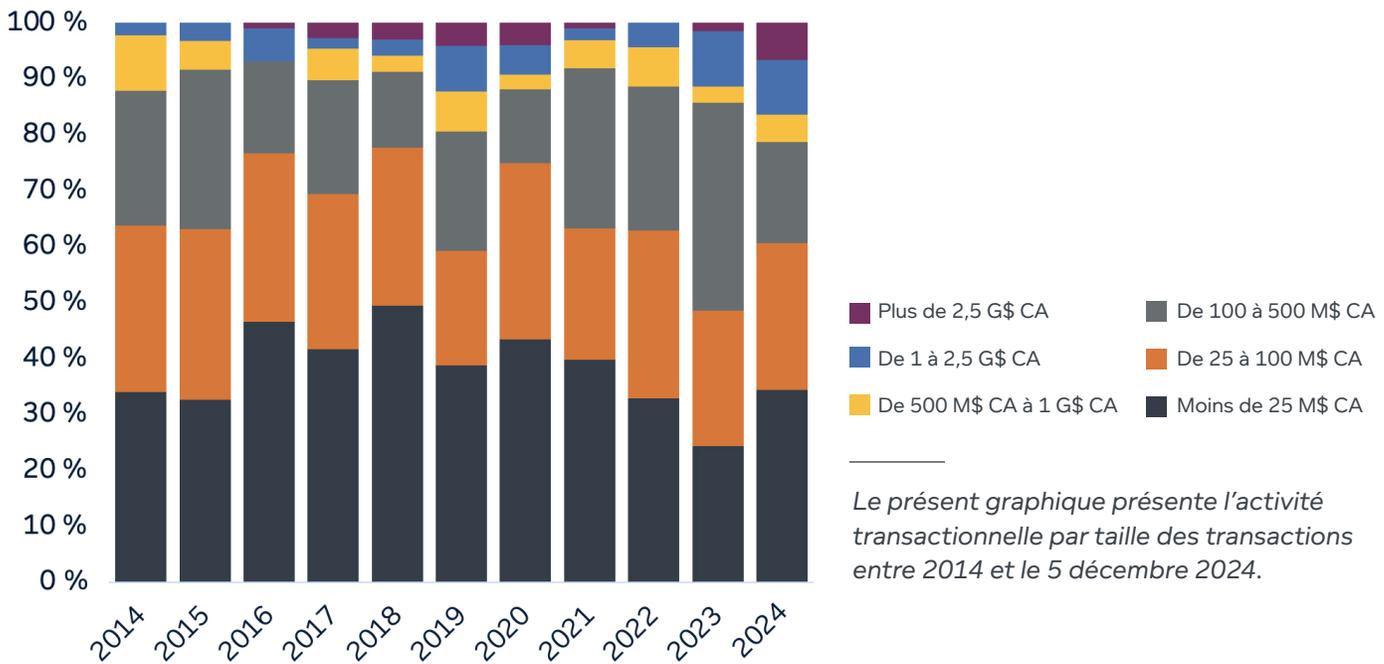


Ce graphique compare la valeur des transactions et le nombre de transactions entre 2014 et le 5 décembre 2024.<sup>1</sup>

En 2023, la plupart des transactions d’acquisitions de capital d’investissement privé au Canada de plus grande valeur a eu lieu au second semestre de l’année, et la dynamique de la fin de 2023 s’est poursuivie au cours de la nouvelle année : la valeur totale des transactions au T1 2024 correspond presque à celle du T4 2023 et le nombre de transactions de fusions et acquisitions (F&A) réalisées a légèrement augmenté, passant de 141 au T4 2023 à 149 au T1 2024. Le nombre de transactions est demeuré stable au T2 2024, avec 153 transactions réalisées, mais la valeur totale des transactions a grimpé à 14,4 milliards \$ CA, faisant de ce trimestre le plus performant en termes de valeur totale des transactions depuis le T1 2017, et plus de 2,5 fois la valeur totale des transactions au cours du même trimestre en 2023. Une part importante de la valeur totale record des transactions en 2024 est constituée par sa plus grande transaction, soit la privatisation pour 6,3 milliards \$ US de l’entreprise de technologie financière Nuvei Corporation par Advent International, Philip Fayer, Novacap et la CDPQ, et d’autres transactions notables, dont l’acquisition de la société de stockage de données eStructure

<sup>1</sup> Sources pour tous les graphiques : analyse de PitchBook Data, Inc. et de McCarthy Tétrault S.E.N.C.R.L., s.r.l.

## Activité transactionnelle de CI au Canada par taille



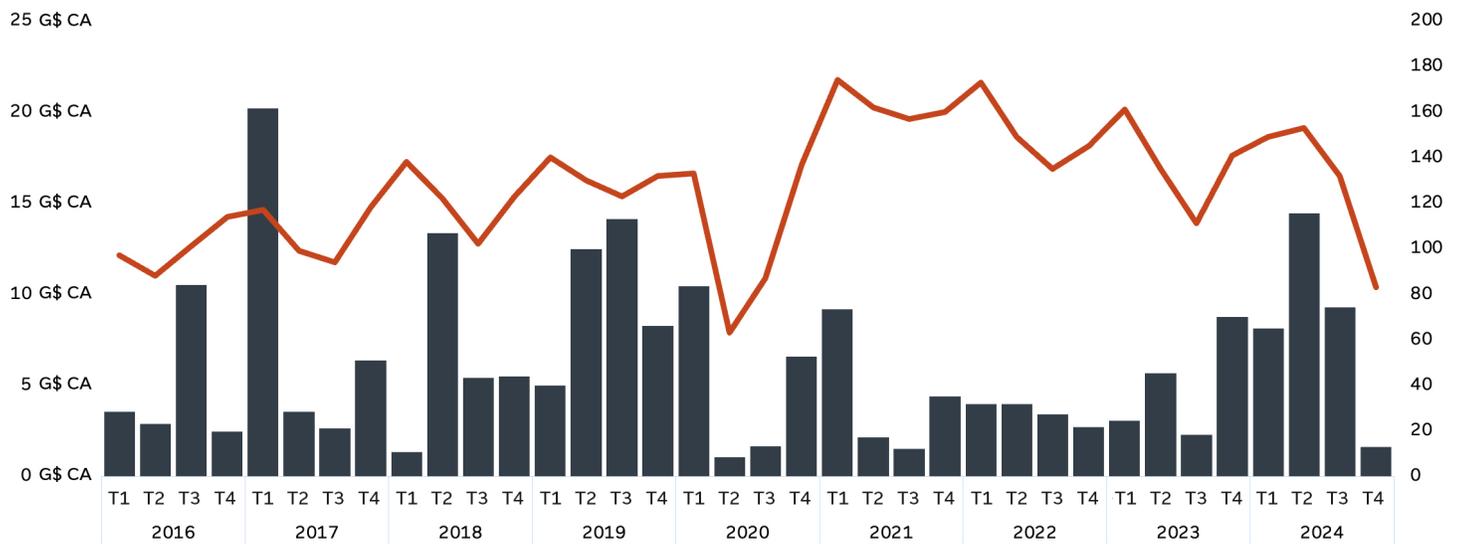
Data Centers pour 1,8 milliard \$ CA par un consortium dirigé par Fengate Asset Management, une société établie à Toronto, qui comprenait Partners Group Holding AG, Pantheon Ventures, une société britannique, et Laborers' International Union of North America Pension Fund of Central and Eastern Canada ainsi que la privatisation pour 1 milliard \$ CA du fournisseur de logiciels d'analyse décisionnelle Copperleaf Technologies par Industrial and Financial Systems (IFS), par l'intermédiaire de ses promoteurs financiers Advent International, Altaroc, EQT, Foresight Group, Hg, Primark Capital et TA Associates. Dans l'ensemble, la valeur totale des transactions de capital d'investissement privé réalisées au Canada au premier semestre de 2024 a affiché une hausse exponentielle de 258 % par rapport au premier semestre de 2023, malgré une hausse légère de 2 % d'une année à l'autre du nombre de transactions qui ont été conclues au premier semestre de l'année.

Cette trajectoire ascendante ne s'est toutefois pas poursuivie au second semestre de 2024. Bien que le T3 2024 ait encore largement surpassé la période

correspondante en 2023, avec 132 transactions représentant une valeur impressionnante de transactions de 9,3 milliards \$ CA, ces chiffres indiquent une baisse par rapport au pic du T2 2024, et malgré quatre réductions des taux d'intérêt par la Banque du Canada aux T3 et T4 2024, en date du 5 décembre 2024, seulement 83 transactions avaient été déclarées conclues au T4, représentant seulement 1,6 milliard \$ CA, bien que ces chiffres sont susceptibles d'être révisés à la hausse lorsque les données complètes du T4 seront connues.

En ce qui a trait à la taille des transactions, bien que le nombre de grandes transactions de capital d'investissement privé de plus de 2,5 milliards \$ CA ait augmenté pour passer à quatre en 2024, le Canada a enregistré un nombre de transactions nettement inférieur dans la fourchette de 100 à 500 millions \$ CA par rapport à 2023 (11 en 2024 par rapport à 26 en 2023). En revanche, le nombre de transactions de F&A d'une valeur inférieure à 25 millions \$ CA a légèrement augmenté par rapport à 2023 (21 en 2024 par rapport à 17 en 2023).

## FLUX des transactions de CI au Canada par trimestre



Ce graphique compare la valeur des transactions et le nombre de transactions par trimestre entre 2014 et le 5 décembre 2024.

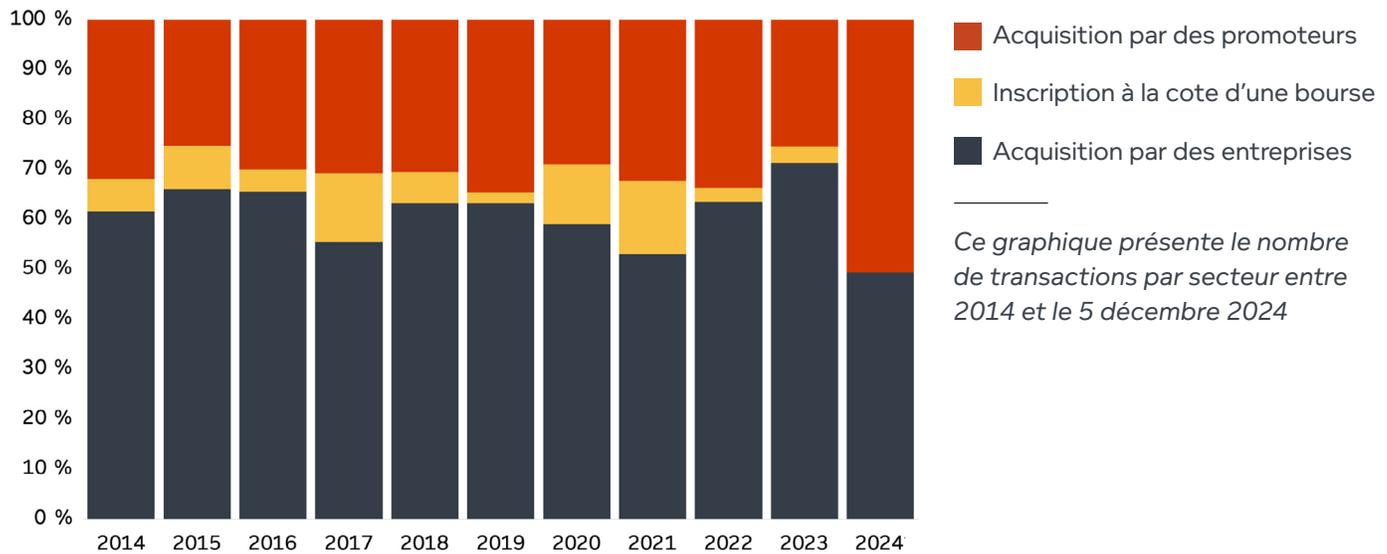
Au 5 septembre 2024, 517 transactions de F&A financées par du capital d'investissement privé avaient été déclarées conclues au Canada en 2024, pour une valeur totale des transactions de 33,5 milliards \$ CA. Ce montant dépasse largement la valeur des transactions de 19,8 milliards \$ CA pour l'ensemble de l'année 2023, enregistrée pour 548 transactions, et ce, malgré une réduction du nombre total de transactions.

### CAPITAL D'INVESTISSEMENT PRIVÉ AU CANADA PAR SECTEUR

En 2024, le secteur des technologies de l'information (TI) a été le chef de file de l'activité transactionnelle liée au capital d'investissement privé au Canada, la valeur totale des transactions ayant presque doublé par rapport à celle de 2023, pour s'établir à 16 milliards \$ CA, malgré une augmentation de seulement 13 % du nombre de transactions visant des sociétés de TI par rapport à 2023. L'augmentation notable de la taille des transactions est due à de grandes transactions comme les ventes précédemment mentionnées de Nuvei, de Copperleaf et d'eStructure, et l'acquisition du fournisseur de solutions de revenus auxiliaires Plusgrade par General Atlantic auprès de Novacap dans le cadre d'une prise de contrôle par emprunt. Ainsi, 11 des 25 transactions les plus importantes de capital d'investissement privé au Canada en 2024 concernaient en partie le secteur des TI, les transactions impliquant des entreprises de logiciels d'affaires et de productivité étant les plus courantes.

En 2024, le secteur du commerce électronique de détail (B2C) se classait au deuxième rang en termes de valeur des transactions canadiennes, à 9,7 milliards \$ CA, suivi par le secteur de l'énergie à 3,9 milliards \$ CA. Bien qu'il représente une valeur totale des transactions de seulement 2,4 milliards \$ CA, le secteur du commerce électronique interentreprises (B2B) a été le plus actif en termes de nombre de transactions canadiennes, soit 214 transactions, contre 79 pour le secteur du B2C – ces deux chiffres sont inférieurs à celui du volume des transactions pour 2023 (soit respectivement 244 pour B2B et 82 pour B2C).

## Sorties financées par CI au Canada entre 2014 et le 5 décembre 2024

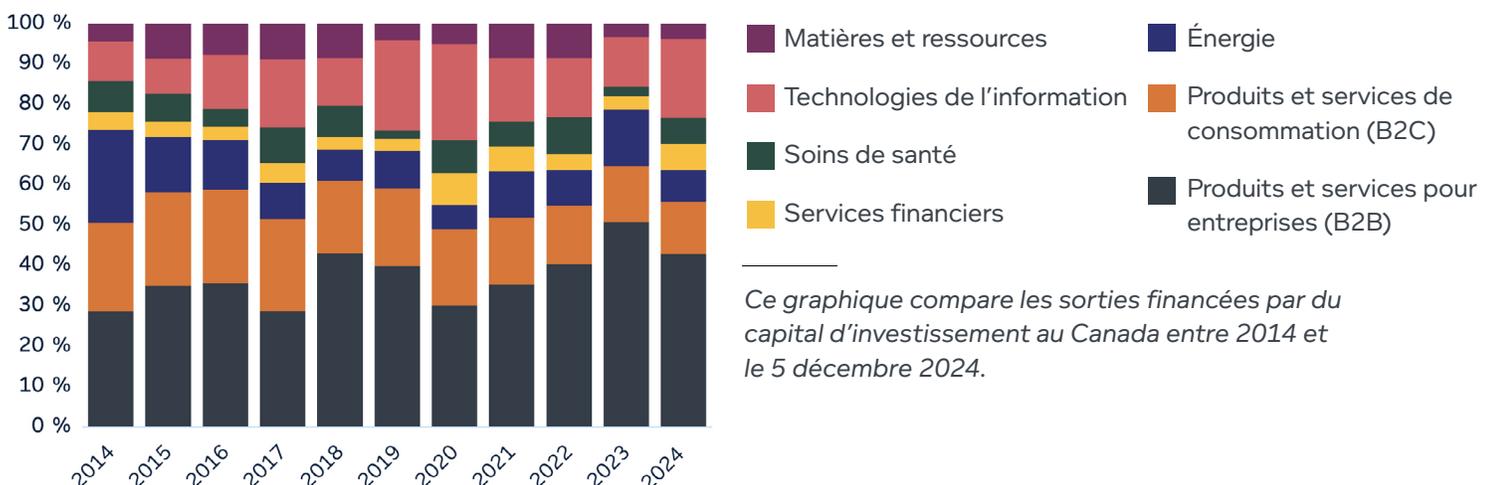


## SORTIES FINANCIÉES PAR DU CAPITAL D'INVESTISSEMENT PRIVÉ AU CANADA

Le nombre de sorties financées par du capital d'investissement privé au Canada a considérablement diminué en 2024, avec seulement 77 transactions, contre 122 en 2023, ce qui confirme la tendance à la baisse depuis 2021. Malgré la réduction importante du nombre de transactions, les sorties financées par du capital d'investissement privé au Canada en 2024 ont affiché une hausse remarquable de 387 % par rapport à 2023, soit, en termes de valeur de sortie, soit 21,8 milliards \$ CA contre 5,6 milliards \$ CA en 2023.

À l'instar de l'activité transactionnelle dans son ensemble, c'est le secteur B2B qui a enregistré le plus grand volume de transactions de sortie, soit 33. Comme en 2023, les ventes à des acquéreurs qui sont des sociétés ou à d'autres promoteurs ont représenté la quasi-totalité des transactions, avec aucune sortie financée par du capital d'investissement privé par premier appel public à l'épargne (PAPE) déclarée en 2024, le contexte demeurant défavorable aux inscriptions en bourse. Contrairement à 2023, le nombre d'acquisitions par des sociétés et d'acquisitions par des promoteurs était presque égal en 2024, comparativement à une proportion beaucoup plus élevée d'acquisitions par des sociétés en 2023.

## Nombre de transactions de CI au Canada par secteur



## ACQUISITIONS COMPLÉMENTAIRES AU CANADA

Comme en 2023, les acquisitions complémentaires ont représenté la plus grande part des transactions de capital d'investissement privé au Canada en 2024, soit 70,3 % des transactions de rachat, étant donné que les sociétés de capital d'investissement privé ont lancé moins de nouvelles plateformes et se sont concentrées sur les acquisitions complémentaires. Toutefois, les acquisitions complémentaires n'ont représenté que 20,3 % de l'activité de rachat au Canada en 2024, soit une valeur totale de 5,9 milliards \$ CA.

### Acquisitions complémentaires au Canada par valeur

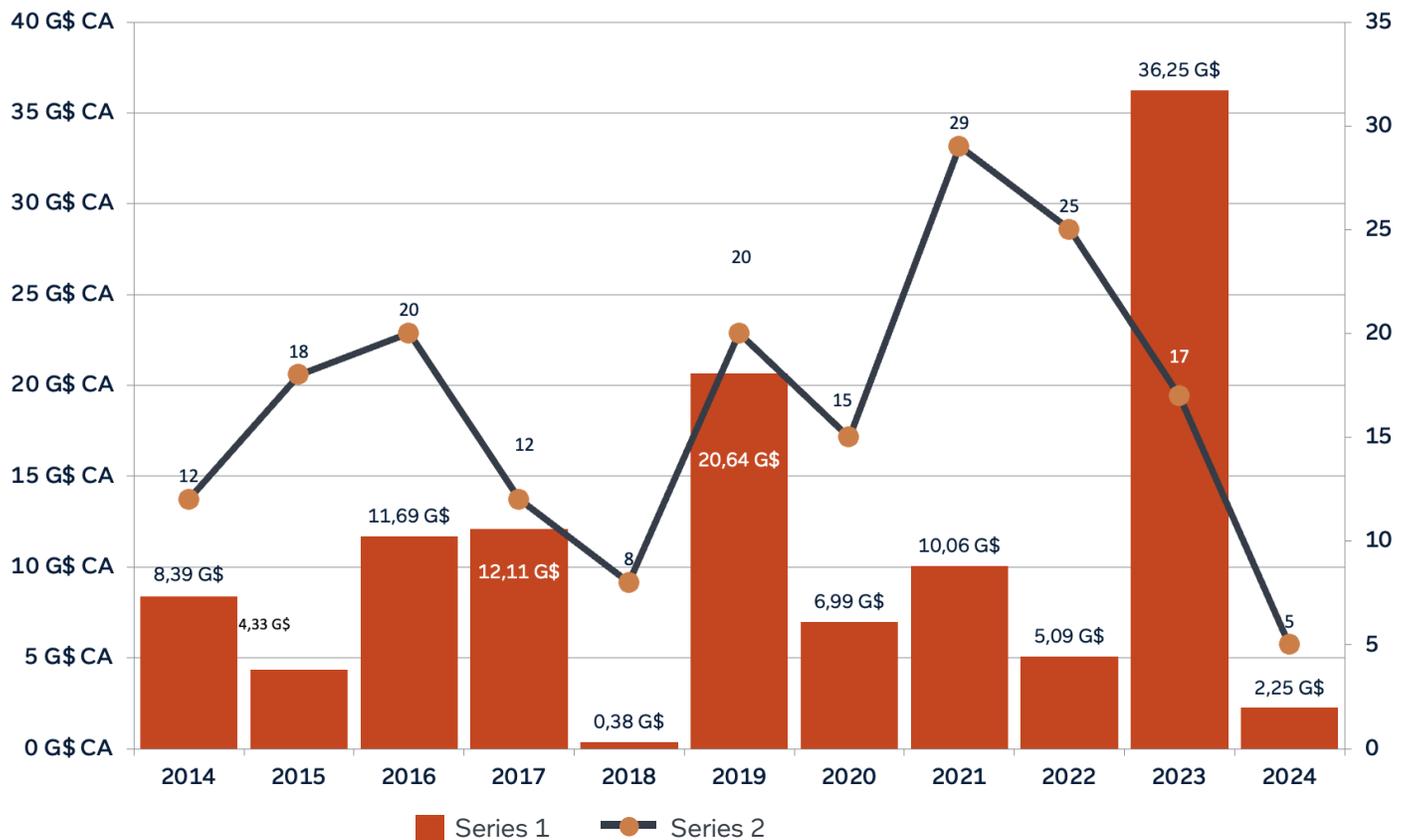


Ce graphique compare les acquisitions complémentaires et non complémentaires, y compris les acquisitions complémentaires en tant que pourcentage de l'activité de rachat au Canada par valeur des transactions, entre 2014 et le 5 décembre 2024.

## LEVÉE DE CAPITAUX SUR LE MARCHÉ DU CAPITAL D'INVESTISSEMENT PRIVÉ AU CANADA

Après un rebond impressionnant de la levée de capitaux par du capital d'investissement privé en 2023, 17 fonds ayant levé un montant étonnant de 36,25 milliards \$ CA, 2024 a enregistré une chute brutale de la levée de capitaux, avec seulement 2,25 milliards \$ CA levés par cinq fonds — soit une baisse brutale de 94 % en glissement annuel et un montant global le plus bas de capitaux levés depuis 2018, les défis liés à la liquidité ayant ralenti le remboursement de capitaux aux commanditaires.

## Flux de levée de capitaux sur le marché du CI au Canada



Ce graphique présente le total des capitaux levés et le nombre de fonds connexes entre 2014 et le 5 décembre 2024.

### CONCLUSION

Malgré le ralentissement de l'inflation et les baisses opportunes des taux d'intérêt des deux côtés de la frontière, à la date de publication du présent article, les données sur les transactions publiées suggèrent que le marché des F&A du secteur du capital d'investissement privé au Canada n'a pas encore ressenti un regain d'activité correspondant au cours de la dernière partie de l'année. Toutefois, avec un début d'année vigoureux, un T2 remarquable et un T3 actif, l'année dans son ensemble s'est soldée par un bon nombre de clôtures de transactions de capital d'investissement privé en 2024, avec un nombre de transactions pouvant atteindre ou dépasser celui de 2023 une fois que toutes les données du T4 auront été publiées, et une augmentation convaincante de la valeur totale des transactions.



# IA et Capital d'investissement Privé au Canada : Contexte et Perspectives Juridiques

Le Canada possède un solide écosystème d'intelligence artificielle (IA) alimenté, notamment, par un soutien gouvernemental solide et substantiel, et par la hausse des prises de participations en capital de risque (VC) et en capital d'investissement privé dans ce secteur. En lançant la Stratégie pancanadienne en matière d'intelligence artificielle en 2017, le Canada est devenu le premier pays au monde à adopter une stratégie nationale de l'IA<sup>2</sup> permettant à son gouvernement d'investir dans l'adoption de l'IA dans l'ensemble de l'économie canadienne<sup>3</sup>. L'appui du gouvernement aux mesures visant à positionner le Canada comme un acteur mondial de premier plan dans la recherche liée à l'IA et la commercialisation de celle-ci, est attesté par un financement important, dont, tout récemment, les 2,4 milliards \$ CA affectés dans le budget fédéral de 2024 du Canada à un ensemble de mesures destinées à garantir l'avantage du Canada en matière d'IA (dont 2 milliards \$ CA sur cinq ans à l'appui d'un nouveau Fonds d'accès à une puissance de calcul pour l'IA et à la Stratégie du Canada sur une puissance de calcul souveraine pour l'IA)<sup>4</sup>, ainsi qu'à diverses initiatives à l'échelle fédérale et provinciale.

Parallèlement aux investissements des gouvernements, le secteur canadien de l'IA a attiré de plus en plus de capitaux privés au cours des dernières années, le nombre de transactions de capital de risque et de capital d'investissement privé liées à l'IA augmentant régulièrement d'une année à l'autre depuis 2014, et la taille des transactions ayant généralement suivi une tendance ascendante au cours des 10 dernières années, conformément aux tendances mondiales<sup>5</sup>. Selon le plus récent rapport sur l'IA préparé par Deloitte Canada en partenariat avec l'Institut canadien de recherches avancées (CIFAR) et les trois instituts nationaux d'IA du Canada, en 2023, le Canada se classait au troisième rang des pays du G7 en ce qui concerne son niveau d'investissement en capital de risque par habitant dans les catalyseurs, les développeurs et les utilisateurs de l'IA (talonné par les États-Unis et le Royaume-Uni), les investissements nationaux représentant 28 % du total des investissements en capital de risque dans l'IA<sup>6</sup>. Plus de 300 annonces concernant les investissements directs étrangers relatifs à l'IA ou aux technologies au Canada de 2018 à juillet 2024 ont totalisé environ 33,6 milliards \$ US<sup>7</sup>. Tout indique que le secteur canadien de l'IA continuera d'attirer des capitaux privés au fur et à mesure que l'écosystème du Canada évoluera au-delà de la phase de démarrage et que les technologies de l'IA continueront de se développer.

Il est impératif que les intervenants du secteur du capital d'investissement privé et du capital de risque prêtent attention à l'évolution rapide du contexte juridique

2 <https://www.pm.gc.ca/fr/nouvelles/communiqués/2024/04/07/pour-avantage-canadien-matiere-dintelligence-artificielle>

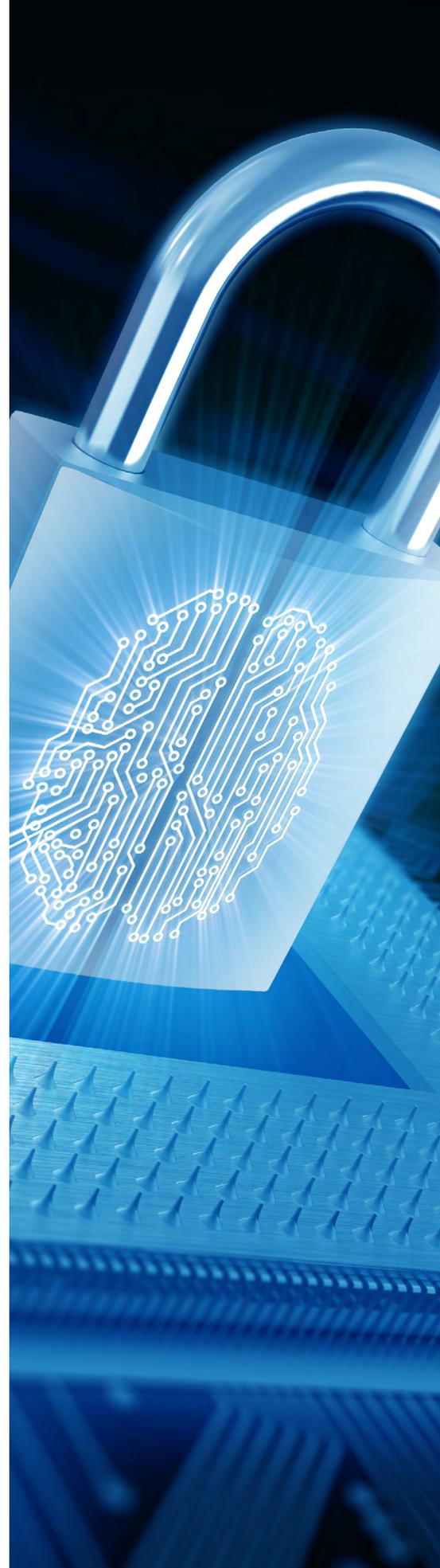
3 <https://ised-isde.canada.ca/site/strategie-ia/fr>

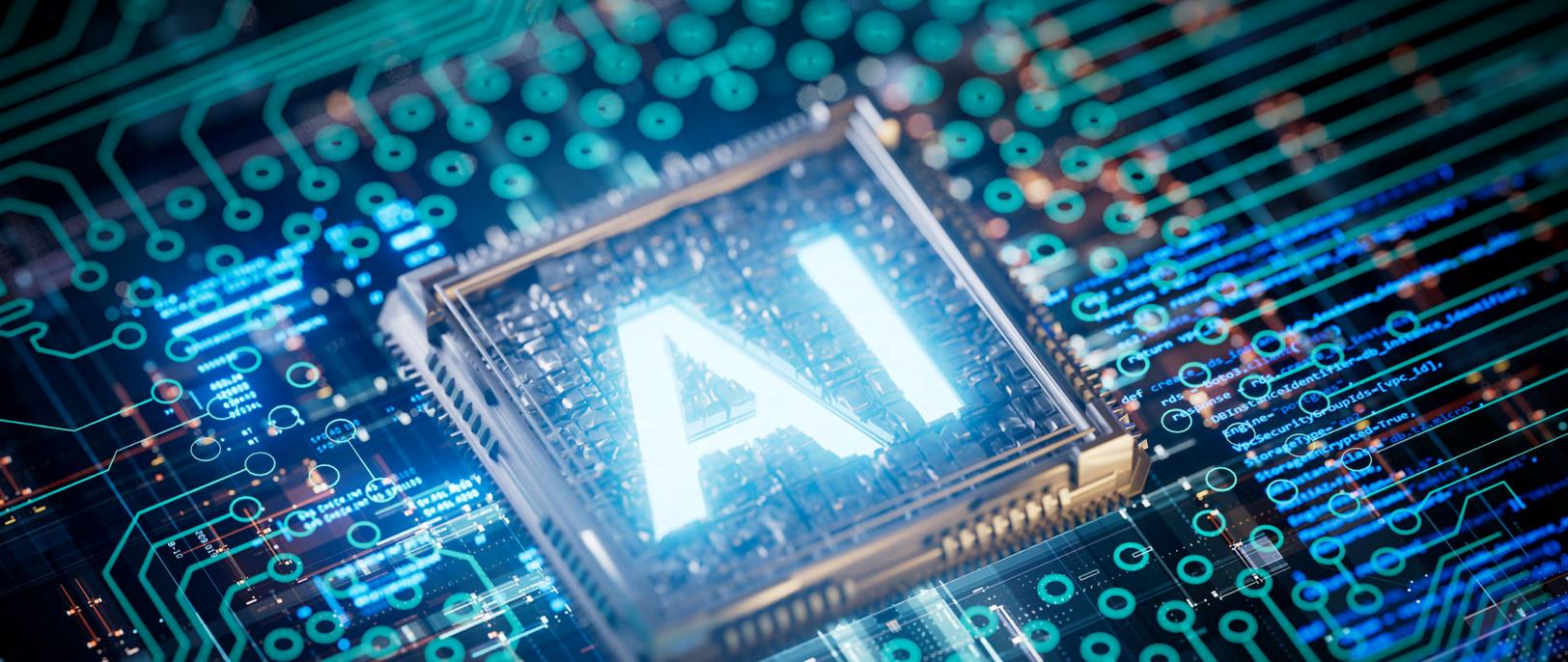
4 <https://budget.canada.ca/2024/report-rapport/budget-de-2024.pdf> (page 192).

5 <https://central.cvca.ca/mapping-the-growth-of-ai-in-canada-through-investment>

6 <https://cifar.ca/fr/cifarnews/2023/09/27/rapport-de-deloitte-le-canada-est-au-sommet-mondial-en-matiere-de-concentration-de-talents-en-ia/>

7 <https://cifar.ca/wp-content/uploads/2024/11/pcais-novembre-2024-1.pdf>





au Canada et ailleurs, qu'ils envisagent d'investir dans des sociétés axées sur l'IA ou de déployer des solutions d'IA pour soutenir des fonctions de gestion de portefeuille essentielles comme la recherche, la recherche de transactions, la gestion de contrats, la vérification diligente ou l'évaluation. La conformité aux réglementations en constante évolution sera un défi pour les acteurs du secteur des capitaux privés, car elle nécessitera une expertise à la fois technique et juridique.

Le 16 juin 2022, le gouvernement du Canada a présenté la *Loi sur l'intelligence artificielle et les données* (LIAD), dans le cadre du projet de loi C-27 dit *Loi de mise en œuvre de la Charte numérique de 2022*. Si elle est adoptée, la LIAD deviendrait la première loi du Canada expressément consacrée à la réglementation de l'IA. La LIAD vise à définir des normes claires pour le développement, le déploiement et l'utilisation responsables des systèmes d'IA par le secteur privé. Son objectif déclaré est de mettre en place un cadre réglementaire rigoureux régissant l'adoption responsable de systèmes d'IA afin de limiter les préjudices que ces systèmes peuvent causer, notamment en reproduisant et en amplifiant les biais et la discrimination dans la prise de décisions qui peuvent, à leur tour, propager des préjudices systémiques considérables et éroder la confiance du public à l'égard de la technologie, ce qui pourrait avoir un effet dissuasif sur le développement de l'IA. L'approche réglementaire de la LIAD se limite aux systèmes d'IA à « incidence élevée » au sein du secteur privé, dont la définition est laissée à la réglementation qui n'a pas encore été élaborée, mais qui devrait être fondée en partie sur la gravité des préjudices potentiels causés par le système. Les modifications proposées récemment donnent à penser que la LIAD pourrait également réglementer l'IA à des fins générales, comme les systèmes d'IA générative. En date du mois d'octobre 2024, le

Comité permanent de l'industrie et de la technologie de la Chambre des communes examine le projet de loi C-27 et, compte tenu des prochaines élections fédérales canadiennes en 2025, l'entrée en vigueur de la LIAD et le moment de celle-ci demeurent incertains. Si la LIAD est adoptée, son incidence sur un fonds de capital d'investissement privé et de capital de risque donné ou sur les sociétés de portefeuille en particulier devrait être évaluée au cas par cas par des experts techniques et juridiques en matière d'IA.

Outre la LIAD, le droit canadien évolue, les législateurs, les organismes de réglementation et les tribunaux assujettissant l'IA à un examen plus approfondi dans tous les domaines, notamment les droits de la personne, le droit du travail et de l'emploi, la propriété intellectuelle, la protection des données et de la vie privée, la cybersécurité, le commerce international et la concurrence. Par exemple, en mai 2023, le Commissariat à la protection de la vie privée du Canada et ses homologues provinciaux ont lancé une enquête sur ChatGPT d'OpenAI qui est toujours en cours. Les sociétés de capital d'investissement privé et de capital de risque doivent également tenir compte de l'incidence extraterritoriale des cadres législatifs à l'extérieur du Canada, y compris la *Loi sur l'intelligence artificielle* de l'Union européenne, qui (comme le *Règlement général sur la protection des données*) peut avoir une incidence sur les entreprises canadiennes qui lancent des produits ou des services d'IA dans l'Union européenne. Ces cadres législatifs devraient également être considérés comme des guides pratiques utiles, influençant les normes et les modalités contractuelles dans l'espace de l'IA.

Les sociétés de capital d'investissement privé qui exercent des activités de développement, d'utilisation ou d'investissement dans l'IA devraient prendre des mesures

proactives pour gérer les risques liés à l'IA, notamment les risques liés à la conformité à la réglementation et aux litiges. Les sociétés de capital d'investissement privé peuvent commencer par établir des politiques ou des cadres pour une utilisation responsable de l'IA tant au niveau des fonds que des sociétés du portefeuille, et veiller à ce que les comités d'investissement et les conseils d'administration des sociétés du portefeuille aient les bons outils pour évaluer et traiter les risques et les possibilités liés à l'IA. Les politiques ou cadres devraient être conformes aux exigences et aux normes réglementaires actuelles et prévues, et comprendre, entre autres, des politiques de gouvernance en matière d'IA, des mesures de surveillance des résultats et des performances de l'IA et des essais en matière d'équité et de robustesse pour les modèles d'IA.

À mesure que les investisseurs de capital d'investissement privé et autres investisseurs continuent de déployer des capitaux dans ce contexte technologique, juridique et réglementaire en évolution rapide, les modalités des transactions devraient évoluer pour tenir compte des risques auxquels sont spécifiquement confrontées les cibles à forte intensité d'IA, notamment l'intégrité des données, la robustesse des modèles, les processus de conception éthique, la conformité aux normes d'IA établies (y compris les normes ISO/IEC) et la dépendance à l'égard du personnel clé en matière d'IA. Outre les modalités habituellement applicables aux transactions du secteur des technologies, des déclarations et garanties précises, des seuils d'indemnisation, des dispositions relatives aux recours ainsi que des engagements postérieurs à la clôture peuvent être appropriés dans les cas où, par exemple, l'évaluation d'une cible en grande partie tributaire de l'IA pourrait faire l'objet d'un examen réglementaire particulier, comme l'IA générative, ou si le cadre de gouvernance de la cible en matière d'IA fait défaut.

## Opérations de privatisation au Canada en 2024 et perspectives d'avenir<sup>8</sup>

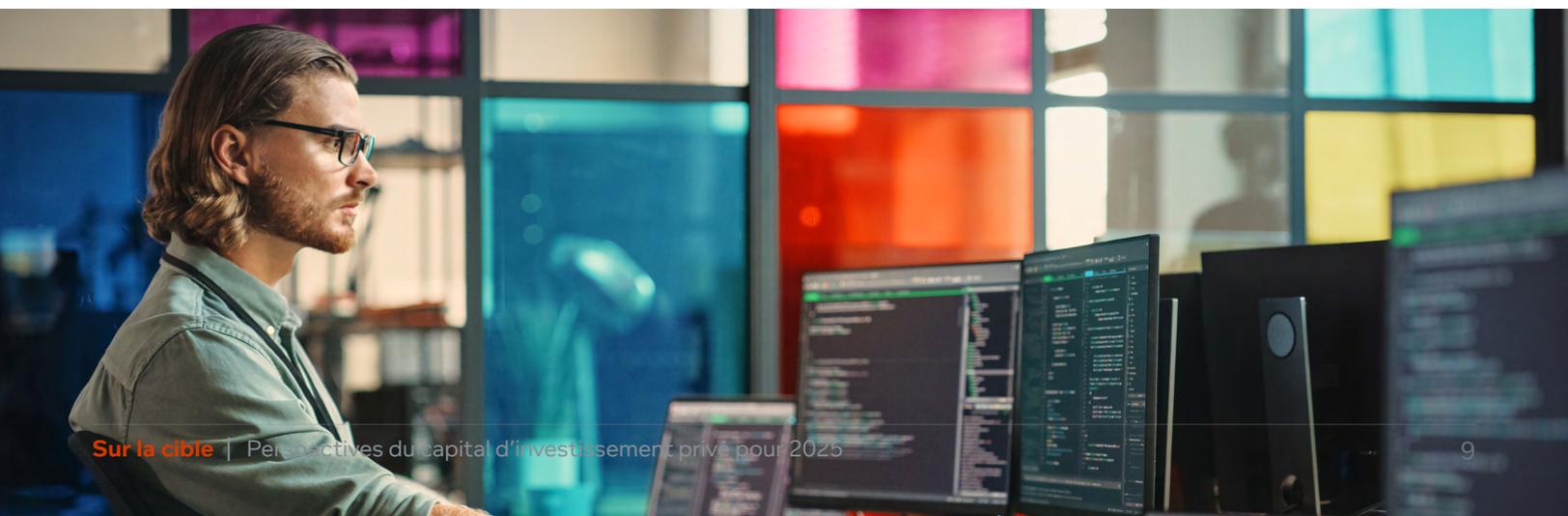
Les sociétés de capital d'investissement privé ont continué de contribuer de façon importante au niveau d'activité sur le marché des opérations de privatisation au Canada tout au long de 2024. Cette tendance devrait se poursuivre en 2025.

### APERÇU

Entre le 1<sup>er</sup> septembre 2023 et le 31 août 2024, près de 100 opérations de privatisation au Canada ont fait l'objet d'une annonce ou d'une clôture, ce qui représente une valeur totale des transactions d'environ 50 milliards \$ CA. Dans l'ensemble, les secteurs les plus actifs des cibles étaient les suivants : les métaux et l'exploitation minière (environ 40 % en nombre de transactions et 30 % en valeur des transactions), la technologie (environ 20 % en nombre de transactions et en valeur des transactions) et l'énergie et l'électricité (environ 11 % en nombre de transactions et 20 % en valeur des transactions).

Sur les opérations de privatisation au Canada ayant fait l'objet d'une annonce ou d'une clôture, les transactions financées par du capital d'investissement privé ont représenté environ 40 % tant en nombre total de transactions qu'en valeur de ces transactions. Pour les transactions financées par du capital d'investissement privé, le secteur cible le plus actif a été celui de la technologie, qui représentait environ 40 % des transactions financées par du capital d'investissement privé tant en nombre qu'en valeur de transactions. Les autres secteurs actifs pour les cibles de transactions financées par du capital d'investissement privé incluaient les services

<sup>8</sup> Les données indiquées dans cette rubrique sont fondées sur notre examen des opérations pertinentes affichées sur le site <https://www.refinitive.com> et l'information connexe affichée sur le site <https://money.tmx.com> pour la période allant du 1<sup>er</sup> septembre 2023 au 31 août 2024.



financiers (soit environ 10 % en nombre de transactions), les produits industriels (comme la machinerie, l'ingénierie, les transports et l'aéronautique) (soit environ 10 % en nombre de transactions), l'immobilier (soit environ 20 % en valeur des transactions) et l'énergie et l'électricité (soit environ 15 % en valeur des transactions).

Parmi les autres opérations de privatisation ayant fait l'objet d'une annonce ou d'une clôture, le secteur le plus actif pour les cibles était celui des métaux et de l'exploitation minière, soit environ 60 % des transactions non financées par du capital d'investissement privé en nombre de transactions et environ 50 % des transactions non financées par du capital d'investissement privé en valeur des transactions.

## **LES OPÉRATIONS EN ESPÈCES DEMEURENT LA NORME**

Environ 80 % des opérations de privatisation au Canada ayant fait l'objet d'une annonce ou d'une clôture ont été montées comme des transactions en espèces, les 20 % restants comprennent une composante autre qu'en espèces, comme une participation de transition de la direction.

## **HAUSSE DES ACQUISITIONS DES SOCIÉTÉS DE TECHNOLOGIE**

Comme le montrent les données, les sociétés de technologie canadiennes continuent d'attirer l'attention des investisseurs de capital d'investissement privé.

Sur le plan de l'évaluation, le prix pour les opérations de privatisation de sociétés de technologie canadiennes ayant fait l'objet d'une annonce ou d'une clôture représentait une prime moyenne d'environ 40 % par rapport au cours de l'action avant l'annonce, les primes pour toutes les opérations de privatisation de sociétés de technologie canadiennes allaient d'une prime aussi basse que 0 % (ou moins) jusqu'à environ 120 %, dans chaque cas, par rapport au cours indiqué avant l'annonce. La prime moyenne pour le sous-ensemble des opérations de privatisation de sociétés de technologie canadiennes financées par du capital d'investissement privé était d'environ 40 % par rapport au cours de l'action avant l'annonce.

## **FAIRE EN SORTE QUE LES OPÉRATIONS SOIENT RÉALISÉES**

Le taux de réussite des opérations de privatisation au Canada demeure très élevé après l'annonce. Moins de 8 % des transactions annoncées ont été abandonnées ou ont

échoué, dont un seul cas où le conseil d'administration a mis fin à la transaction initiale pour accepter une meilleure proposition tandis que le reste des transactions abandonnées ou non réalisées étaient plutôt lié à un défaut de respecter la condition de dépôt minimal ou à un défaut d'approbation des actionnaires, ou encore à d'autres raisons propres à ces transactions.

La grande majorité des opérations de privatisation au Canada continuent d'être des transactions amicales effectuées au moyen d'une structure de plan d'arrangement approuvé par un tribunal (environ 98 % des transactions), comparativement à une structure fondée sur une offre publique d'achat (environ 2 % des transactions).

## **La Loi sur les chaînes d'approvisionnement et son application au secteur du capital d'investissement privé**

*La Loi sur la lutte contre le travail forcé et le travail des enfants dans les chaînes d'approvisionnement* (la « Loi sur les chaînes d'approvisionnement ») introduit des mesures essentielles de lutte contre le travail forcé et le travail des enfants dans les chaînes d'approvisionnement mondiales. Depuis son entrée en vigueur le 1<sup>er</sup> janvier 2024, cette nouvelle loi vise à traiter et à atténuer les risques du travail forcé et du travail des enfants au sein des chaînes d'approvisionnement en imposant une obligation de déclaration à certaines institutions et entités gouvernementales qui répondent aux critères pertinents. Ces rapports doivent être déposés au plus tard le 31 mai de chaque année et doivent répondre aux critères prescrits par la loi concernant les mesures prises au cours de l'exercice précédent pour prévenir ou réduire le risque de travail forcé et de travail des enfants à toutes les étapes de la production de marchandises.

L'objectif de la Loi sur les chaînes d'approvisionnement est d'assurer la transparence et la reddition de comptes dans les chaînes d'approvisionnement, contribuant ainsi à l'engagement international du Canada de lutter contre le travail forcé et le travail des enfants. Après la mise en œuvre par le Canada de l'interdiction de 2020 visant l'importation de marchandises qui sont extraites, fabriquées ou produites en totalité ou en partie par le travail forcé, plusieurs initiatives législatives ont été proposées pour traiter davantage la question du travail forcé dans les chaînes d'approvisionnement internationales

des entreprises canadiennes. La Loi sur les chaînes d'approvisionnement est la première à être entrée en vigueur.

L'obligation de déclaration prévue par la Loi sur les chaînes d'approvisionnement est de portée générale et s'applique entité par entité; ainsi, ce n'est pas parce que la première entité est visée que toutes les entités qui lui sont affiliées, le sont également. Les critères d'applicabilité peuvent être ventilés en trois critères distincts, dont chacun doit être satisfait par l'entité pour savoir si elle est visée par l'obligation de déclaration prévue à la Loi sur les chaînes d'approvisionnement :

- **Le critère de la présence au Canada** – L'entreprise a-t-elle un établissement au Canada, y exerce-t-elle des activités ou y possède-t-elle des actifs?
- **Le critère du seuil financier** – L'entreprise remplit-elle au moins deux des conditions suivantes pour au moins un de ses deux derniers exercices financiers : i) elle possède des actifs d'une valeur d'au moins 20 millions \$ CA, ii) elle a généré des revenus d'au moins 40 millions \$ CA ou iii) elle emploie en moyenne au moins 250 employés.
- **Le critère des activités** – L'entreprise produit-elle, vend-elle ou distribue-t-elle des marchandises au Canada ou ailleurs, importe-t-elle au Canada des marchandises produites à l'extérieur du Canada ou contrôle-t-elle une entité qui se livre à une telle production, vente, distribution ou importation?<sup>9</sup>

La question de savoir si chacun de ces critères est rempli exige une analyse nuancée et, bien que Sécurité publique Canada ait publié des lignes directrices sur leur interprétation aux fins de l'application de la Loi sur les chaînes d'approvisionnement (les « Lignes directrices de SPC »)<sup>10</sup>, il existe toujours des zones d'ambiguïté. Ainsi, il est souvent difficile de déterminer si la Loi sur les chaînes d'approvisionnement s'applique ou non à une entité.

Si l'on considère les trois critères décrits ci-dessus, pour de nombreuses sociétés de capital d'investissement privé, les seuils du critère du seuil financier sont relativement bas, de sorte qu'ils sont souvent atteints. Par conséquent, aux fins d'application des critères à une société de capital d'investissement privé, l'analyse se concentre souvent sur le critère de la présence au Canada et sur celui des activités. Chacun de ces critères peut présenter des défis distincts dans le contexte d'une société de capital d'investissement privé.

En ce qui concerne le critère des activités, étant donné que les sociétés de capital d'investissement privé ne se livrent souvent pas elles-mêmes à la production, à la vente ou à l'importation de marchandises, la question se pose fréquemment de savoir si elles peuvent être considérées comme contrôlant une entité qui le fait. La Loi sur les chaînes d'approvisionnement ne définit pas le terme « contrôle » et se borne à indiquer que le contrôle prévu dans cette loi couvre le contrôle direct ou indirect, y compris le contrôle indirect réputé<sup>11</sup>. Les Lignes directrices de SPC fournissent le complément d'information suivant :

9 Sécurité publique Canada (SPC), qui administre la Loi sur les chaînes d'approvisionnement, a indiqué à plusieurs reprises qu'elle considérait que l'obligation de déclaration ne s'appliquait pas aux entités qui ne produisent ni n'importent de marchandises au Canada, même si les entités qui ne se livrent qu'à des activités de vente et/ou de distribution semblent tout de même être assujetties à l'obligation de déclaration prévue par la Loi sur les chaînes d'approvisionnement. Les Lignes directrices de SPC actuelles indiquent que « Les entités qui s'occupent uniquement de distribution et de vente ne sont pas tenues de produire une déclaration en vertu de la Loi. Sécurité publique Canada ne cherchera pas à prendre de mesures d'application de la Loi dans ces cas ». À l'heure actuelle, toutefois, aucune modification n'a été apportée à la Loi sur les chaînes d'approvisionnement pour refléter les déclarations de Sécurité publique Canada à cet égard.

10 Voir « Préparer un rapport – Entités », Sécurité publique Canada (15 nov. 2024), en ligne : <https://www.securitepublique.gc.ca/cnt/cntrng-crm/frcd-lbr-cndn-sply-chns/prpr-rprt-fr.aspx>.

11 Cette disposition est énoncée au par. 10(2) de la Loi sur les chaînes d'approvisionnement, qui prévoit que « L'entité qui en contrôle une autre est réputée contrôler toute entité qui est contrôlée, ou réputée l'être, par cette autre entité ».



« Le terme contrôle comprend à la fois le contrôle direct et indirect et s'étend jusqu'à la chaîne organisationnelle de l'entité. Le terme doit être appliqué de manière large, conformément aux objectifs de la Loi. Par exemple, si l'entité déclarante contrôle une entreprise qui contrôle une autre entreprise, les deux entreprises sont visées par la définition de contrôle. Le sens du terme contrôle comprend également le contrôle réputé, conformément au paragraphe 10(2) de la Loi.

Les normes comptables (par exemple, les Normes internationales d'information financière, les Principes comptables généralement reconnus (États-Unis), etc.) peuvent servir de base pour déterminer si une entité en contrôle une autre. La définition du contrôle ne se limite toutefois pas à ces normes comptables. Le contrôle peut inclure des situations dans lesquelles une entité exerce un contrôle conjoint sur une activité.

Une entité peut tenir compte des lignes directrices du Bureau du surintendant des institutions financières sur le concept de contrôle<sup>[12]</sup> pour évaluer si elle contrôle une autre entité aux fins de la Loi. »

Les Lignes directrices de SPC indiquent que le contrôle devrait être interprété au sens large et ne pas se limiter aux filiales en propriété exclusive (ou même en propriété majoritaire). Dans un contexte de capital d'investissement privé, il serait important d'examiner des indications plus larges de contrôle, comme les droits spéciaux accordés à l'investisseur ou la capacité de contrôler le conseil d'administration, ce qui peut indiquer qu'une entité est contrôlée par un investisseur même s'il ne détient pas plus de 50 % de ses participations. Les consignes publiées par le Bureau du surintendant des institutions financières sur la notion de contrôle de fait, auxquelles il est fait référence dans les Lignes directrices de SCP, peuvent également fournir des indications utiles sur la manière dont la notion de contrôle doit être prise en compte dans ce contexte.

En ce qui concerne le critère de la présence au Canada, la question clé pour les sociétés de capital d'investissement privé situées à l'extérieur du Canada est de savoir si elles ont un lien suffisant avec le Canada pour être visées.

Les Lignes directrices de SPC donnent un aperçu de l'interprétation que fait Sécurité publique Canada de ce critère — par exemple, les critères d'imposition appliqués par l'Agence du revenu du Canada lorsqu'elle examine la question de savoir si une organisation « exploite une entreprise au Canada » peuvent être instructifs pour déterminer si l'organisation exploite une entreprise au Canada aux fins de la Loi sur les chaînes d'approvisionnement. De plus, de récentes mises à jour des Lignes directrices de SCP ont précisé que les « titres » ne constituaient pas des actifs au Canada, de sorte que la détention d'actions d'une société canadienne est peu probable d'être considérée comme un lien suffisant avec le Canada pour que le critère de la présence au Canada soit rempli.

Outre ces questions, lorsqu'une entité détermine qu'elle est soumise à l'obligation de déclaration, des questions se posent quant aux aspects de l'entreprise qui doivent être abordés dans son rapport. Comme il est indiqué ci-dessus, la Loi sur les chaînes d'approvisionnement s'applique entité par entité,

12 Voir « Consignes – Contrôle de fait » du Bureau du surintendant des institutions financières (31 janvier 2020), en ligne : <https://www.osfi-bsif.gc.ca/fr/consignes/repertoire-consignes/controle-fait>



de sorte qu'une déclaration n'est requise que pour les entités précises qui sont assujetties aux obligations de déclaration et non pour toutes les entités du même groupe que ces entités. Toutefois, pour les sociétés de capital d'investissement privé qui peuvent posséder un grand nombre de sociétés de portefeuille exerçant des activités dans des secteurs différents et pouvant être visées par l'obligation de déclaration, la question de savoir quelles activités doivent faire l'objet d'un rapport et quand il est judicieux de soumettre un rapport conjoint plutôt que des rapports distincts, peut s'avérer complexe à traiter.

La Loi sur les chaînes d'approvisionnement représente une avancée significative dans l'effort mondial d'éradication du travail forcé et du travail des enfants dans les chaînes d'approvisionnement. Pour de nombreuses sociétés de capital d'investissement privé, cette législation peut être difficile à maîtriser et, lorsqu'elle s'applique à elles, elle introduit de nouveaux défis et responsabilités. Toutefois, elle offre également l'occasion de mettre en valeur et de promouvoir les pratiques commerciales éthiques des sociétés de capital d'investissement privé. Cela pourrait s'avérer essentiel au moment où le Canada envisage de mettre en œuvre des mesures encore plus importantes pour régler les questions de l'esclavage moderne et où d'autres pays envisagent également d'adopter des mesures semblables. À l'horizon 2025, nous nous attendons à ce que le gouvernement fédéral actuel (ou nouveau) du Canada légifère sur les exigences réelles en matière de vérification diligente pour atténuer les risques d'atteintes aux droits de la personne dans les chaînes d'approvisionnement. En comprenant et en adoptant ces changements, les sociétés de capital d'investissement privé peuvent non seulement assurer leur conformité, mais également renforcer leur réputation et contribuer à une économie mondiale plus juste et plus durable.

## La « nouvelle frontière » de la levée de capitaux

Parallèlement aux questions macroéconomiques de l'ère post-COVID, un changement significatif est intervenu dans l'environnement de levée de capitaux d'investissement privé. Le bassin de levée de capitaux d'investissement privé, qui se composait principalement d'investisseurs institutionnels, s'est maintenant diversifié pour inclure également de nombreuses personnes fortunées et des bureaux de gestion de patrimoine et, à l'horizon, des investisseurs individuels. Preqin, un fournisseur de données et d'analyses sur les marchés privés, a noté, sur la base de ses enquêtes auprès des investisseurs, une grande partie des investisseurs institutionnels prévoient de ralentir le rythme de leurs engagements de capital dans le capital d'investissement privé, ce qui pourrait conduire à une plus grande diversification et, éventuellement, à un changement dans la dynamique du bassin d'investisseurs<sup>13</sup>.

Les interrogations principales relatives concernent les forces sous-jacentes à l'origine de ce changement et l'incidence de ces forces sur le marché du capital d'investissement privé.

### QU'EST-CE QUI A CONTRIBUÉ À CE CHANGEMENT?

Par le passé, les investisseurs institutionnels traditionnels étaient les seuls à pouvoir faire un chèque suffisamment important pour être invités à participer au bassin d'investisseurs de capital d'investissement privé, car les fonds de capital d'investissement privé de plus grande taille exigeaient généralement un investissement minimal de l'ordre de 10 millions \$ US ou plus, montant

13 Voir <https://www.preqin.com/Portals/0/Documents/Event/Preqin-Future-of-Alternatives-2027-Australia-Event-2022.pdf>.





qui était bloqué pendant au moins 10 ans. Les sociétés de capital d'investissement privé ont à présent créé divers mécanismes de fonds qui acceptent des montants d'investissement moins élevés et, dans certains cas, une plus grande latitude pour sortir avant la fin de la vie d'un fonds, ce qui a sans doute rendu les fonds de capital d'investissement privé plus attrayants pour les investisseurs individuels.

Cette évolution peut être imputable au fait que de nombreux investisseurs institutionnels ont atteint le plafond de leurs cibles de répartition pour les fonds de capital d'investissement privé, de sorte qu'ils n'ont aucune latitude pour investir davantage<sup>14</sup>.

De plus, cette tendance qu'ont un plus grand nombre d'investisseurs individuels à investir dans des fonds de capital d'investissement privé pourrait être liée au fait que les sociétés fermées restent généralement fermées plus longtemps (en moyenne pendant plus de 10 ans), ce qui fait qu'une partie importante de la valeur est créée en dehors des marchés publics<sup>15</sup>. C'est ce que montre le ralentissement du nombre de premiers appels publics à l'épargne (PAPE) CPE Analytics a indiqué qu'au cours des neuf premiers mois de 2024, seulement 12 PAPE ont été réalisés sur les quatre bourses canadiennes de valeurs (à l'exclusion des sociétés de capital de démarrage et des sociétés d'acquisition à vocation spécifique)<sup>16</sup>.

La volatilité du marché public, en particulier à l'ère post-COVID, a peut-être également contribué à ce changement, car les investisseurs individuels sont probablement attirés par les marchés privés restreints avec historiquement des rendements plus élevés dans des secteurs diversifiés que sur les marchés publics. Cambridge Associates U.S. Private Equity Index a indiqué que, sur une base nette (après déduction des frais et des coûts de portage), le capital d'investissement privé a affiché un rendement d'indice supérieur à celui d'indices équivalents du marché public sur une période de 5 à 20 ans<sup>17</sup>.

Sur le plan structurel, les formalités administratives sont moins lourdes lorsque les particuliers et les bureaux de gestion de patrimoine engagent leurs capitaux, par rapport au contexte des contreparties institutionnelles, qui doivent souvent respecter des mandats d'investissement et des processus d'approbation stricts pour pouvoir engager des capitaux. Les particuliers et les bureaux de gestion de patrimoine ont la possibilité d'adapter la répartition de leurs fonds à leurs préférences, en particulier en ce qui concerne les liquidités, tandis que les investisseurs institutionnels ont généralement besoin de contributions et de distributions cohérentes et supplémentaires pour répondre à leurs besoins de liquidité.

14 Voir <https://www.barrons.com/articles/wealthy-investors-will-boost-the-private-equity-sector-to-12-trillion-in-assets-688d9328>.

15 Voir <https://web-assets.bcg.com/01/cf/60d21c2340269d8ba580e12e7415/unlocking-the-art-of-private-equity-in-wealth-management.pdf>.

16 Voir <https://www.financings.ca/reports/>.

17 Voir <https://www.cambridgeassociates.com/wp-content/uploads/2023/10/WEB-2023-Q2-USPE-Benchmark-Book.pdf>.

## QUELLE EST L'INCIDENCE?

- **Émergence de fonds semi-liquides, de fonds d'investissement à durée ouverte (evergreen) et de fonds communs de placement** – Ces fonds répondent aux problèmes de liquidité auxquels sont généralement confrontés les investisseurs individuels et les bureaux de gestion de patrimoine dans le cadre du modèle traditionnel de fonds de capital d'investissement privé, qui immobilise traditionnellement le capital pour la durée de vie du fonds. En règle générale, ces fonds comprennent un mécanisme de retrait ou de rachat en faveur des investisseurs pour tout ou partie des fonds investis. Ces droits de liquidité font souvent l'objet de mécanismes de plafonnement ou de suspension des rachats ou de suspension des rachats, qui constituent des restrictions à la liquidité et doivent être examinés attentivement par les investisseurs.
- **Croissance des plateformes numériques** – Ces plateformes sont de plus en plus lancées et élargies, et donnent accès à une gamme d'offres d'investissement privé<sup>18</sup>. En juillet 2024, Private Equity International a recensé 26 de ces plateformes. Six d'entre elles ont levé de manière indépendante plus de 1 milliard \$ CA (la plus importante et la plus remarquable étant iCapital, qui a levé un peu plus de 191 milliards \$ US)<sup>19</sup>. En règle générale, elles ont des engagements minimaux moins élevés que les fonds traditionnels, donnent accès à un ensemble de fonds sélectionnés qui n'étaient peut-être pas accessibles aux particuliers auparavant ainsi qu'à un certain nombre d'outils de formation et de vérification diligente pour guider les investisseurs. Ces plateformes, dans certains cas, n'exigent qu'un engagement minimal nominal (par exemple, Moonfare, qui n'exige qu'un engagement de 10 000 € pour les investisseurs admissibles aux ELTIF<sup>20</sup>), ce qui permet d'élargir l'accès au-delà des particuliers fortunés.
- **Évolution de la réglementation** – La réglementation relative aux fonds de capital d'investissement privé évolue pour faciliter les investissements par des investisseurs autres que les investisseurs institutionnels. Barclays a cité comme exemple le Règlement ELTIF 2.0 relatif aux fonds européens d'investissement à long terme. Ce règlement a amélioré

l'accès aux fonds du marché privé en introduisant une structure à durée ouverte (evergreen), à capital variable, assortie d'engagements minimaux moins élevés et d'un processus de distribution simplifié<sup>21</sup>. Dans la mesure où un grand nombre d'investisseurs individuels ont accès au marché canadien des fonds privés, il est fort probable que nous assisterons à l'émergence d'une législation semblable au Canada dans un proche avenir, afin de protéger et de réglementer les placements dans des fonds privés effectués par ces investisseurs individuels.

- **Autres mouvements de capitaux vers les marchés privés** – La croissance des engagements de capital des investisseurs individuels dans les fonds de capital d'investissement privé devrait atteindre 1,2 billion \$ US d'ici 2025 (en hausse par rapport à 500 milliards \$ US en 2020 et à 200 milliards \$ US en 2015), les investisseurs individuels représentant en moyenne 10,6 % des capitaux levés par des fonds de capital d'investissement privé d'ici 2025<sup>22</sup>. Un facteur important lié à cette croissance peut être attribué à la baisse du nombre de sociétés cotées en bourse affichant des produits d'exploitation importants – on rapporte que moins de 15 % des sociétés américaines dont les produits d'exploitation sont supérieurs à 100 millions \$ US sont des sociétés dont les titres sont détenus dans le public<sup>23</sup>. Les actifs privés offrent aux investisseurs un portefeuille diversifié pour des placements assortis de rendements intéressants, par rapport au nombre limité de PAPE et à la volatilité plus importante des marchés publics.

Bien que les investisseurs institutionnels demeurent la principale source de financement des fonds de capital d'investissement privé, d'autres investisseurs de différentes formes et tailles font progressivement leur entrée sur le marché. Cela pourrait entraîner l'émergence de nouveaux modèles d'investissement et de placements visant à répondre aux principales préoccupations des particuliers plutôt qu'à celles des institutions. De plus, une croissance potentielle de la levée de capitaux au cours des prochaines années, pourrait nécessiter le déploiement de montants significatifs de capitaux supplémentaires sur le marché privé.

18 Voir <https://www.privateequityinternational.com/digital-wealth-platforms-for-private-markets-whos-offering-what/>.

19 Voir <https://www.privateequityinternational.com/digital-wealth-platforms-for-private-markets-whos-offering-what/>.

20 ELTIF pour fonds européens d'investissement à long terme.

21 Voir <https://privatebank.barclays.com/content/dam/privatebank-barclays-com/en-gb/private-bank/documents/insights/2024/September/private-markets-annual-report-2024.pdf>.

22 Voir <https://web-assets.bcg.com/01/cf/60d21c2340269d8ba580e12e7415/unlocking-the-art-of-private-equity-in-wealth-management.pdf>.

23 Voir <https://www.bain.com/insights/why-private-equity-is-targeting-individual-investors-global-private-equity-report-2023/>.

# Nouvelle ère d'application des règles sur la concurrence : Ce que cela signifie pour le secteur du capital d'investissement

En juin 2024, une série plus complète de réformes de la *Loi sur la concurrence* du Canada (la « Loi ») depuis 2009 est entrée en vigueur avec l'adoption du projet de loi C-59. Bien que le projet de loi C-59 ait apporté des modifications importantes à la quasi-totalité des éléments de la Loi (notre analyse de l'ensemble des modifications est disponible [ici](#)), celles apportées par le gouvernement fédéral au régime d'examen des fusions prévu à la Loi auront les incidences les plus importantes pour les sociétés de capital d'investissement dans les années à venir.

Trois modifications importantes, toutes désormais entrées en vigueur, entraîneront probablement une augmentation des transactions de capital d'investissement privé examinées par le Bureau de la concurrence du Canada (le « Bureau ») et laissent présager une approche plus stricte en matière d'application des règles aux transactions de capital d'investissement privé en 2025.

## (1) *Les ventes « en direction du Canada » doivent maintenant être incluses dans le calcul des seuils de notification de fusion*

Les transactions visant l'acquisition d'une entreprise en exploitation<sup>24</sup> au Canada sont assujetties à un préavis de fusion obligatoire lorsque deux seuils sont dépassés (des critères et des dispenses supplémentaires peuvent également s'appliquer dans certaines circonstances) :

- (i) Seuil lié à la taille des parties à la transaction : Les parties à la transaction (avec leurs entités affiliées) doivent avoir au Canada des actifs dont la valeur comptable totale combinée dépasse 400 millions \$ CA, ou ont réalisées des revenus bruts provenant de ventes au Canada, en provenance du Canada ou en direction du Canada, dont la valeur comptable totale annuelle combinée dépasse 400 millions \$ CA. Ce seuil n'a pas été modifié par les amendements récents.
- (ii) Seuil lié à la taille de la transaction : Par le passé, la valeur comptable des actifs de l'entité cible (ou, dans le cadre d'une acquisition d'actifs, les actifs cibles) devait dépasser 93 millions \$ CA, ou générer des revenus bruts annuels provenant des ventes au Canada ou en provenance du Canada supérieurs à 93 millions \$ CA (la valeur monétaire de ce seuil peut être rajustée chaque année en fonction de la croissance du PIB). Bien que le volet « actifs » de l'analyse du seuil demeure le même, les revenus visés ont été élargis au « revenu [annuel] brut provenant de ventes, au Canada, en direction du Canada ou en provenance du Canada », exigeant la prise en considération des ventes réalisées à partir d'actifs canadiens à l'intérieur et à l'extérieur

<sup>24</sup> Dans la Loi, une entreprise en exploitation est définie comme une « entreprise au Canada à laquelle des employés affectés à son exploitation se rendent ordinairement pour les fins de leur travail ».



du Canada ainsi que des ventes réalisées à partir d'actifs non canadiens au Canada.

L'inclusion des ventes à l'importation dans le seuil de la taille de la transaction signifie que les transactions visant une cible exerçant des activités transfrontalières sont plus susceptibles de devoir faire l'objet d'un avis au Bureau. Par exemple, l'acquisition d'une société de portefeuille ayant un bureau de vente au Canada (c.-à-d. une « entreprise en exploitation ») qui a fait des ventes importantes (c.-à-d. supérieures à 93 millions \$ CA) à des clients canadiens exclusivement à partir d'installations de fabrication établies aux États-Unis n'était pas auparavant assujettie à un avis, car ces ventes transfrontalières n'étaient pas prises en compte dans l'analyse du seuil de la taille de la transaction. En vertu du seuil révisé, ces ventes transfrontalières seraient désormais considérées comme des ventes « en direction du Canada » et, en supposant que le seuil de la taille des parties soit également dépassé, la transaction serait soumise à un avis au Bureau.

Compte tenu des relations commerciales étroites entre les États-Unis et le Canada, les sociétés de capital d'investissement privé qui acquièrent une société établie aux États-Unis (ou une autre société domiciliée à l'étranger) qui n'a pas de présence importante au Canada en matière de fabrication ou de vente, devront néanmoins déterminer si les ventes de cette société « en direction du Canada » exigent que la transaction fasse l'objet d'un avis en vertu de la Loi.

**(2) Une période de rétrospection allongée devrait accroître les examens des acquisitions en série de type « regroupement » (roll-up)**

Même si les transactions ne font pas l'objet d'un avis au Canada, il est maintenant plus probable que

le Bureau les examine après la clôture. La période pendant laquelle le Bureau peut entreprendre un examen des transactions n'ayant pas fait l'objet d'un avis a été prolongée, passant d'un an après la clôture à trois ans après la clôture. Pour les transactions ayant fait l'objet d'un avis, le délai de prescription demeure d'un an à compter de la clôture.

À l'instar de la *Federal Trade Commission* des États-Unis et du *Department of Justice* des États-Unis, qui se concentrent sur les stratégies de regroupement des sociétés de capital d'investissement privé, cette période de rétrospection allongée donnera au Bureau plus de temps pour évaluer de façon plus approfondie les conséquences des transactions de plus petite envergure qui ont une incidence défavorable cumulative sur la concurrence dans un secteur particulier, et pour éventuellement les contester. Les sociétés de capital d'investissement privé qui envisagent des acquisitions en série ou des stratégies de roulement en 2025 doivent être davantage stratégiques lorsqu'elles déterminent l'ordre de réalisation des transactions, compte tenu notamment de l'introduction d'une présomption structurelle dans la Loi (voir ci-après), et examiner les avantages d'un avis volontaire des premières transactions de la série pour bénéficier du délai de prescription réduit d'un an pour les transactions faisant l'objet d'un avis.

**(3) La présomption structurelle donnera probablement lieu à des examens plus longs et plus complexes**

La modification la plus importante apportée à la Loi est sans doute l'introduction d'une présomption structurelle, selon laquelle une transaction qui se traduit ou risque de se traduire par des parts de marché supérieures à 30 % ou une concentration supérieure aux seuils prescrits est présumée être anticoncurrentielle, sauf si les parties fusionnantes





prouvent le contraire selon la prépondérance des probabilités. Bien que la nouvelle présomption structurelle reflète de près la présomption structurelle énoncée dans les lignes directrices sur les fusions (*Merger Guidelines*) de 2023 du *Department of Justice* des États-Unis, les lignes directrices américaines peuvent être abrogées ou modifiées à tout moment et peuvent être appliquées de façon discrétionnaire, alors que cette nouvelle présomption structurelle est inscrite dans la loi canadienne, créant une caractéristique beaucoup plus permanente du régime canadien avec peu de place pour un pouvoir discrétionnaire en matière d'application.

Le Commissaire de la concurrence canadien a clairement indiqué que la présomption structurelle se traduira par une application plus stricte, déclarant ainsi dans un discours que l'« on peut s'attendre à un scepticisme beaucoup plus sain à l'égard des projets de fusion dans les secteurs concentrés. C'est le résultat de l'abrogation de la défense des gains en efficacité et de la création de présomptions structurelles réfutables. Cela met fin à ce qui était – à mon avis – une approche trop permissive des fusions ou, comme l'a décrit l'un de mes prédécesseurs, « la législation sur les fusions la plus faible de tous nos pays pairs »<sup>25</sup>.

Même si la présomption structurelle n'est pas susceptible d'entraîner une hausse importante du nombre de fusions bloquées, elle donnera lieu à un

processus d'examen plus long et plus complexe pour un plus grand nombre de transactions et pourrait même avoir un effet dissuasif sur les transactions qui excèdent les seuils de présomption. Les sociétés de capital d'investissement privé devraient prêter une attention particulière à leur portefeuille existant et se demander si une nouvelle acquisition ferait passer le portefeuille combiné au-dessus des seuils prescrits de part de marché ou de concentration sur un marché donné. Si ces seuils sont dépassés, le Bureau sera plus enclin à présenter une demande de renseignements supplémentaires (semblable à une deuxième demande dans le cadre de la procédure Hart-Scott-Rodino aux États-Unis), afin d'obtenir les dossiers et les données nécessaires pour évaluer de près les arguments avancés par les parties pour réfuter la présomption structurelle.

Bien que le Canada demeure ouvert aux investissements de capital d'investissement privé, les sociétés de capital d'investissement privé pourraient néanmoins se trouver avec plus de pain sur la planche lorsqu'elles auront affaire au Bureau en 2025. Bon nombre des leviers nouvellement introduits, notamment la présomption structurelle et la période de rétrospection allongée, améliorent la boîte à outils du Bureau et l'année à venir sera révélatrice de la manière dont le Bureau compte les intégrer dans son approche d'application de la loi en matière de contrôle des fusions au Canada.

25 Bureau de la concurrence, *La nouvelle ère de l'application de la loi en matière de concurrence au Canada* (26 septembre 2024), voir <https://www.canada.ca/fr/bureau-concurrence/nouvelles/2024/09/la-nouvelle-ere-de-lapplication-de-la-loi-en-matiere-de-concurrence-au-canada.html>.

# Gains de ligue majeure : Investissements de capital d'investissement privé dans le secteur des sports nord-américain

## APERÇU

Les investissements de capital d'investissement privé dans le secteur des sports nord-américain ont encore une fois été mis en évidence à la fin de 2023 et tout au long de 2024. C'est ce qui ressort de l'annonce de la National Football League (« NFL ») du mois d'août 2024 dans laquelle la NFL indiquait que les sociétés de capital d'investissement privé seraient autorisées à acquérir des participations passives et minoritaires dans des franchises de la NFL.

Au nord de la frontière, Maple Leafs Sports & Entertainment (« MLSE ») a fait les gros titres après l'annonce de l'acquisition par OMERS, l'un des plus grands fonds de pension du Canada, d'une participation indirecte dans MLSE pour un montant de 400 millions \$ US. En septembre 2024, MLSE a de nouveau fait l'actualité lorsque Rogers Communications a annoncé qu'elle allait acquérir la participation de 37,5 % de Bell Canada dans MLSE pour une somme qui fait passer l'évaluation de MLSE à 12,5 milliards \$ CA. Après la clôture de la transaction, Rogers Communications sera le propriétaire majoritaire à 75 % de MLSE.

Autrefois réservée aux personnes fortunées, la propriété de franchises sportives professionnelles est devenue une affaire sérieuse, les *Big Five*, ou les cinq grandes ligues sportives professionnelles nord-américaines (NFL, Ligue nationale de hockey (« LNH »), Major League Baseball (« MLB »), National Basketball Association (« NBA ») et Major League Soccer (« MLS »)) atteignant une valeur moyenne de près de 3,2 milliards \$ US pour leurs franchises. La vente d'une participation minoritaire dans les Philadelphia

Eagles en décembre 2024 a établi un nouveau record dans le secteur du sport avec l'évaluation de cette franchise à 8,3 milliards \$ US. Comme de nombreuses sociétés mondiales de capital d'investissement privé se spécialisent actuellement dans l'achat de participations dans des franchises sportives, nous prévoyons que les investissements et les levées de capitaux dans le secteur des sports suivent une trajectoire en forme de bâton de hockey au cours de l'année 2025 et dans les années futures.

Ce contexte évolutif offre d'importantes occasions aux propriétaires titulaires qui recherchent des liquidités, aux investisseurs en quête de diversification et d'un rendement significatif et aux ligues sportives qui visent à tirer parti de l'expérience en capital d'investissement privé dans des placements adjacents à des franchises dans des domaines tels que l'immobilier, l'hôtellerie, l'équipement sportif et les droits des médias. Cette évolution a également posé des défis aux investisseurs, aux franchises et aux ligues, qui sont propres à la catégorie d'actifs et qui nécessitent un examen attentif de la part d'acquéreurs au moyen de capitaux privés.

## CONTEXTE ET PRINCIPAUX INTERVENANTS DANS LE SECTEUR DU CAPITAL D'INVESTISSEMENT PRIVÉ LIÉ AUX SPORTS

Dans le marché européen moins contrôlé, les franchises sportives (notamment les clubs de soccer européens) ont commencé à se tourner vers le capital d'investissement privé dans les années 2000. En 2006, trois fonds américains (Colony Capital, Butler Capital et Morgan Stanley) ont acquis une participation majoritaire dans ce qui est aujourd'hui le club de soccer le plus célèbre de France, le Paris Saint-Germain F.C. Ces entreprises se sont ensuite retirées de leur investissement, vendant le club au fonds souverain qatari, Qatar Sports Investments, en 2011. En 2023, Qatar Sports Investments a vendu une participation minoritaire dans le Paris Saint-Germain F.C. à la société américaine Arctos Sports Partners, une transaction qui a porté l'évaluation du club à environ



4 milliards €. L'expérience européenne a prouvé que la détention d'une participation dans une franchise sportive pouvait constituer un investissement lucratif, et cette tendance a continué à s'intensifier en Europe jusqu'à nos jours. On rapporte qu'en 2024, plus du tiers de l'ensemble des clubs de soccer dans les grandes ligues européennes bénéficient désormais d'un soutien financier de sociétés de capital d'investissement privé, de capital de risque ou de dette privée.

Les ligues de sports professionnels *Big Five* en Amérique du Nord ont récemment commencé à prendre exemple sur leurs homologues européens et à se tourner vers le capital d'investissement privé pour leurs investissements. La MLB a ouvert la voie en 2019 en modifiant ses règles de propriété pour permettre aux sociétés de capital d'investissement privé d'acquérir des participations passives minoritaires dans ses franchises. La NBA, la LNH et la MLS ont chacune suivi l'exemple de la MLB peu de temps après, la NFL cédant finalement à la pression en 2024 et suivant de manière générale les règles d'investissement établies par ses ligues sœurs.

Le secteur du capital d'investissement privé n'a pas attendu longtemps pour entrer dans la partie. Quelques mois après l'ouverture de la NBA aux investissements minoritaires en capital d'investissement privé, Arctos Sports Partners – une entreprise récemment constituée dont l'activité consiste à acheter des participations dans les grandes franchises sportives – a acquis une participation de 13 % dans les Golden State Warriors de la NBA et une participation de 17 % dans les Sacramento Kings de la NBA (dont les HomeCourt Partners de Blue Owl Capital, un fonds commun de placement axé sur le sport, détiennent une participation minoritaire). En 2021, RedBird Capital Partners a acquis une participation minoritaire dans Fenway Sports Group (la société d'exploitation des Boston Red Sox et du Liverpool F.C.) dans le cadre d'une transaction qui a porté l'évaluation de Fenway Sports Group à 7,35 milliards \$ US. Ares Management a depuis fermé son premier fonds, Sports, Media & Entertainment Finance Fund, obtenant des engagements de 3,7 milliards \$ US, dont environ 1 milliard \$ US a été déployé dans le soccer espagnol (Club Atlético de Madrid), la MLB (San Diego Padres), la Formule 1 (McLaren Racing) et la MLS (Inter Miami CF). En décembre 2024, Ares Management avait également acquis une participation de 10 % dans la franchise des Miami Dolphins de la NFL pour une valeur non divulguée. D'autres entreprises, dont Galatioto Sports Partners, Silver Lake et CVC Capital Partners, ont toutes lancé des stratégies axées sur les franchises sportives et les investissements dans les sports.

Étant donné que chacune des *Big Five*, soit les grandes ligues de sports professionnels nord-américaines, est maintenant ouverte au capital d'investissement privé, il est certain que l'influence du capital d'investissement privé sur le monde des sports nord-américain va continuer de croître. Au moment de la rédaction du présent article, 71 grandes équipes de sport nord-américaines, d'une valeur totale de 205,5 milliards \$ US, ont des liens avec le secteur du capital d'investissement privé. Pitchbook, qui suit les liens entre les ligues sportives *Big Five* et le secteur du capital d'investissement privé, a fait observer ce qui suit :



League	Nombre d'équipes <sup>26</sup> financées par du capital d'investissement privé (en % de la ligue)	Nombre d'équipes affiliées à du capital d'investissement privé (en % de la ligue) <sup>27</sup>	Valeur totale des équipes ayant des liens avec le capital d'investissement privé
MLB	10 (33,3 %)	8 (26,7 %)	47,7 milliards \$ US
NBA	9 (30 %)	11 (36,7 %)	86,2 milliards \$ US
MLS	7 (24,1 %)	8 (27,6 %)	10,6 milliards \$ US
NHL	5 (15,6 %)	5 (15,6 %)	15,2 milliards \$ US
NFL	2 (6,25 %)	6 (18,8 %)	45,9 milliards \$ US

La valeur totale des 32 équipes de la NFL dépassant 160 milliards \$ US en 2024, les ventes de participations dans les franchises de la NFL seront assurées de susciter un intérêt important de la part des investisseurs et inciteront de nouveaux acteurs à entrer dans le jeu.

## FAIRE UN INVESTISSEMENT DE CAPITAL D'INVESTISSEMENT PRIVÉ DANS LE SECTEUR DES SPORTS – CE QU'IL FAUT SAVOIR

La structure des investissements à long terme, passifs et minoritaires (sans contrôle) n'est pas propre au secteur des sports. Ce qui est unique, c'est de comprendre la complexité du secteur : en particulier savoir comment traiter avec des consortiums de propriété dispersés et d'autres propriétaires de franchises, en plus de connaître les processus complexes d'approbation et les restrictions en matière d'investissement des ligues, chacune de ces questions nécessitant des conseillers d'expérience pour les maîtriser.

Voici quelques-uns des défis dont les sociétés de capital d'investissement privé doivent tenir compte lorsqu'elles décident d'entrer dans l'arène de la propriété de franchises sportives :

— **Questions de gouvernance et de contrôle** – Dans chacune des grandes ligues sportives professionnelles d'Amérique du Nord, les sociétés de capital d'investissement privé se limitent à l'acquisition de participations passives et minoritaires. En règle générale, les règles de la ligue limitent considérablement le contrôle d'un investisseur et ses droits à certains renseignements et rapports au niveau de la société d'exploitation (franchise). Comme elles sont plus typiques des participations dans des fonds de fonds,

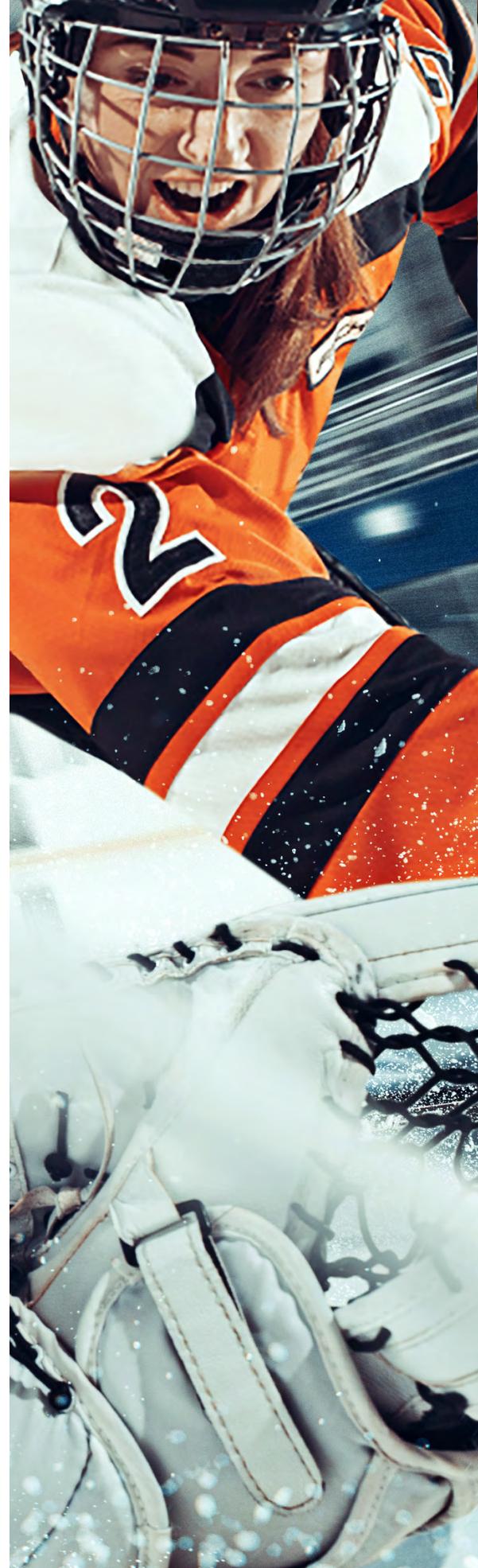
des co-investissements et des participations de commandité, ces structures pourraient ne pas convenir aux sociétés de capital d'investissement privé qui se spécialisent traditionnellement dans les stratégies de rachat ou de croissance.

— **Approbations de la ligue** – Les acquéreurs au moyen de capitaux privés peuvent s'attendre à faire l'objet d'un degré important de vérification diligente de la part des ligues et/ou de la franchise dans le cadre de leurs processus et procédures d'approbation. À la différence des approbations réglementaires traditionnelles, les processus d'approbation dirigés par les ligues sont d'une durée et d'une complexité variables et nécessitent que l'on accorde une attention particulière à des facteurs autres que le simple bilan (ce que nous avons souligné dans une [autre publication](#)). Contrairement aux investissements traditionnels, les sociétés de capital d'investissement privé doivent également être prêtes à avoir des échanges fréquents avec les ligues concernées dans lesquelles leurs franchises sont exploitées, ce qui peut, comme il est mentionné ci-dessus, comprendre des demandes d'interaction directe avec les investisseurs et principaux intéressés sous-jacents de leur société. Les sociétés de capital d'investissement privé qui cherchent à obtenir du capital pour créer de nouveaux fonds axés sur les sports, doivent prêter une attention particulière aux modalités qui dictent la capacité d'un commandité d'obtenir et de fournir de l'information confidentielle concernant les propriétaires véritables sous-jacents afin de se conformer aux demandes de la ligue et aux règles de celle-ci exigeant un avis de tout événement lié à la propriété véritable qui peut nuire à la réputation de la franchise et/ou de la ligue par rapport à l'investissement d'un fonds dans une franchise.

26 Pitchbook considère généralement qu'une équipe est « [traduction] financée par du capital d'investissement privé ».

27 Pitchbook considère généralement qu'une équipe est « [traduction] financée par du capital d'investissement privé ».

- **Périodes de détention** – Les investissements dans des franchises sportives exigent des périodes de détention plus longues, tant en raison des règles de la ligue qui imposent certaines périodes de détention que de l’approbation des sorties de la ligue. Ces investissements se traduisent souvent par une période de détention de 10 ans ou plus, ce qui va bien au-delà des périodes de détention auxquelles les sociétés de capital d’investissement privé sont davantage habituées. Par conséquent, le calendrier et les stratégies de sortie doivent être au centre des préoccupations. Pour les sociétés qui parrainent des fonds axés sur les sports, la décision d’utiliser une structure de fonds à capital fixe ou à capital variable est cruciale, tout comme la prise en compte des frais de gestion et des structures de portage dans le contexte d’une période de détention prolongée et sans distributions périodiques de la part de la société d’exploitation (franchise). Ces caractéristiques suggèrent que les investisseurs institutionnels à long terme, tels que les fonds souverains et les régimes de retraite, sont potentiellement bien adaptés aux investissements dans les franchises.
- **Recours** – Les recours ouverts à un investisseur dans le contexte d’une participation minoritaire et passive sont généralement assez limités et une société de capital d’investissement privé ne sera en général pas épargnée. La protection des personnes clés standard (c’est-à-dire les propriétaires) ne sera potentiellement pas offerte dans le cadre d’un investissement dans une franchise.
- **Risques éventuels liés aux sorties** – Avant de sortir de leur investissement, les investisseurs de capital d’investissement privé devront avoir respecté toute période de détention obligatoire, après quoi ils pourraient tout de même devoir obtenir l’approbation officielle de la ligue ou des autres propriétaires majoritaires de la franchise, ou des deux. Les nouvelles règles de la NFL illustrent les éventuels problèmes d’ordre « réglementaire » qui peuvent se poser en cas de tentative de sortie. En outre, même si le bassin d’investisseurs éventuels s’est agrandi avec l’arrivée du capital d’investissement privé, le marché reste relativement restreint. Ces facteurs pourraient devenir des obstacles lors d’une tentative de sortie éventuelle par voie de vente secondaire ou autrement. Pour réduire le risque, les investisseurs doivent être certains de comprendre la nature de toute restriction à une sortie éventuelle au moment de l’investissement, y compris la nature des règlements applicables et les modalités contractuelles régissant l’investissement, et ils doivent être prêts à travailler en étroite collaboration avec la ligue et les autres propriétaires dans le cadre d’un processus de vente.





## L'AVANTAGE DU TERRAIN : L'EXPÉRIENCE CANADIENNE

Même si on peut s'attendre à ce que la majorité des transactions soient concentrées aux États-Unis, particulièrement après l'annonce de la NFL en début 2024, il existe une foule de possibilités inexploitées au nord de la frontière américaine.

Il existe de nombreuses franchises sportives professionnelles canadiennes dans toutes les grandes ligues nord-américaines (sauf la NFL). Les restrictions en matière de propriété imposées par les grandes ligues s'appliquent également dans le cadre des franchises canadiennes de ces ligues, et le processus général de F&A au Canada est très semblable, d'un point de vue commercial et juridique, au processus en vigueur aux États-Unis. Bien que la propriété actuelle des franchises canadiennes soit déjà assez intégrée (p. ex., Rogers Communications détient 100 % des Blue Jays de Toronto et MLSE détient les Maple Leafs de Toronto et les Raptors de Toronto), la plupart des franchises canadiennes de la LNH et de la MLS ne sont pas actuellement financées par des capitaux privés. Ces dernières années, les équipes de la LNH ont bénéficié de l'augmentation des revenus de la radiodiffusion, du partage des revenus de la ligue et des règles de plafonnement des salaires qui limitent les coûts liés au personnel. Les marges d'exploitation médianes des équipes de la LNH ont triplé depuis la saison 2018-2019 (elles s'élèvent désormais en moyenne à 635 millions \$ US par année), en partie en raison des ententes à long terme de la ligue avec Disney et Turner Sports signées en 2021. De plus, la Ligue professionnelle de hockey féminin, la *Women's National Basketball Association*, la Ligue canadienne de football et les ligues de soccer masculin et féminin qui émergent partout au pays pourraient présenter des occasions futures au fur et à mesure que les tendances du capital d'investissement privé continueront de s'intensifier en Amérique du Nord.

## AUTRES OCCASIONS D'INVESTISSEMENT POUR LE SECTEUR CANADIEN DU CAPITAL D'INVESTISSEMENT PRIVÉ

Il existe aussi des occasions d'investissement pour le secteur du capital d'investissement privé en dehors du cadre des participations minoritaires dans des franchises, et ces investissements peuvent souvent être faits selon des modalités plus traditionnelles, sans restrictions en matière de propriété ni droits limités en matière de gouvernance. Si l'on en croit la vigueur de l'activité de F&A connexes au cours des 12 derniers mois, les facteurs sous-jacents des revenus tirés des franchises (p. ex., contrats sur les droits des médias, merchandising et produits franchisés) demeurent en grande demande et très bien valorisés. Au cours des derniers mois au Canada, la société de capital d'investissement privé suédoise Altor Equity Partners a acquis de Birch Hill Equity Partners une participation importante dans le fabricant canadien d'équipement CCM; Fairfax Financial, une société de portefeuille canadienne, a acquis de Sagard une participation majoritaire dans Peak Achievement Athletics, propriétaire de Bauer Hockey, Cascade et Maverik Lacrosse; et Rogers Communications a acquis la participation de 37,5 % de Bell Canada dans MLSE pour la somme de 4,7 milliards \$ CA. Compte tenu des nombreuses similitudes entre les cadres juridiques canadiens et américains, des investissements dans les franchises canadiennes, l'écosystème sportif environnant et les autres actifs sportifs mondiaux peuvent être réalisés au moyen de structures juridiques canadiennes qui sont efficaces et prévisibles.

# Questions fiscales canadiennes intéressant les investisseurs du secteur du capital d'investissement privé

Les questions suivantes auront une incidence sur les transactions et la structure fiscale pour les investisseurs de capital d'investissement privé au cours de l'année qui vient.

## TRANSACTIONS À DÉCLARER/RÈGLES DE DIVULGATION OBLIGATOIRE

Le Canada a de nouvelles règles de divulgation obligatoire, qui comprennent les règles sur les transactions à déclarer. Ces règles exigent la divulgation de diverses transactions à déclarer à l'Agence du revenu du Canada (l'« ARC »). Le défaut de produire une déclaration dans les délais impartis peut entraîner des pénalités importantes et une prolongation des délais de prescription fiscale. Ces règles concernent à la fois les investisseurs de capital d'investissement privé et les sociétés de portefeuille concernées.

Une « transaction à déclarer » est une transaction dans laquelle : 1) la transaction (ou toute transaction d'une série de transactions) est une « transaction d'évitement » et 2) la transaction d'évitement (ou série de transactions) comporte un « marqueur » qui peut comporter des ententes d'honoraires conditionnels, un droit à la confidentialité ou une protection contractuelle (au sens des règles de divulgation obligatoire). Une transaction d'évitement existe s'il est raisonnable de considérer que l'un des principaux objectifs de cette transaction (ou d'une série de transactions, y compris une telle transaction) est d'obtenir un « avantage fiscal ».

La question la plus courante qui se pose dans le cadre de transactions commerciales et d'investissements concerne les « transactions d'évitement » qui supposent une « protection contractuelle ». Les autres marqueurs ne sont pas traités ici.

La transaction d'évitement résulte souvent de la portée du concept de « série » et de l'existence d'éléments d'une transaction ou série de transactions connexes qui ont une incidence fiscale.

Le marqueur de la protection contractuelle est généralement constaté lorsque le contribuable (ou une personne qui a conclu la transaction d'évitement au profit du contribuable), un conseiller, un promoteur ou une personne ayant un lien de dépendance avec un conseiller ou un promoteur, reçoit une « protection contractuelle » à l'égard de la transaction ou de la série de transactions d'évitement. La protection contractuelle peut comprendre une assurance, un dédommagement, une indemnité ou une garantie. Toutefois, pour être considérée comme une protection contractuelle, la protection doit généralement protéger une personne contre tout défaut de la transaction ou de la série de transactions de produire un avantage fiscal ou cette protection peut être liée à un différend relatif à un avantage fiscal.



L'ARC a publié des lignes directrices administratives mises à jour visant à protéger certaines transactions et certaines protections communes contre ces exigences de divulgation, notamment :<sup>28</sup>

- les déclarations et garanties standard obtenues dans le contexte de transactions de F&A et les polices d'assurance de déclarations et de garanties traditionnelles à cet égard;
- l'assurance relative à la vente sans lien de dépendance d'une entreprise qui est liée à des indemnités liées aux questions fiscales existantes avant la clôture ou au montant des attributs fiscaux;
- l'assurance relative à la protection conférée par les engagements concernant la majoration prévue à l'alinéa 88(1)d) dans le cadre d'une réorganisation ou aux risques liés à des « biens canadiens imposables », dans le cadre d'acquisitions;
- les indemnités commerciales standard qui ne prévoient pas un avantage fiscal précis;
- une indemnité fiscale dans les clauses de majoration de contrats de prêt commercial ou indemnités connexes et les dispositions similaires de l'ISDA.

L'ARC a également fait remarquer que, de façon générale, les assurances ou les protections qui couvrent (d'autres) risques fiscaux précis ne seraient pas à l'abri d'une divulgation en vertu des règles de divulgation obligatoire.

Les investisseurs de capital d'investissement privé doivent garder à l'esprit les règles relatives aux transactions à déclarer lorsqu'ils négocient des investissements et des transactions et abordent différentes stratégies de gestion du risque. L'obtention d'indemnités spécifiques pour des risques fiscaux précis peut généralement comporter une obligation de divulguer l'information à l'ARC en vertu des règles de divulgation.

## PRIVILÈGE LIÉ À UN AUDIT FISCAL/COMPTABLE

Le risque lié à l'audit fiscal affecte le risque et l'économie, dans son ensemble, de tout placement de portefeuille détenu par des investisseurs de capital d'investissement

privé. Réduire au minimum la portée de ces audits fiscaux réduit les risques associés à l'investissement. L'un des moyens de restreindre l'information à divulguer à l'ARC dans le cadre d'un audit consiste à refuser de divulguer certains documents, conseils ou communications en se fondant sur le privilège du secret professionnel de l'avocat.

Contrairement à certains états où une protection semblable à un privilège découlant du secret professionnel de l'avocat est étendue aux documents et communications échangés avec des comptables, une telle protection n'existe pas au Canada.

La récente décision de la Cour canadienne de l'impôt dans *Coopers Park Real Estate Development Corporation*<sup>29</sup> a abordé cette question et la Cour a pris la position que ce privilège ne s'appliquait pas. Par conséquent, certains documents devaient être communiqués à l'ARC.

Coopers Park avait retenu les services d'un cabinet d'avocats affilié à KPMG, Moskowitz Law, pour lui fournir des conseils en droit fiscal, et Moskowitz Law avait retenu les services de KPMG à titre de mandataire pour faciliter la prestation des conseils juridiques. Les services d'un autre cabinet d'avocats avaient également été retenus, mais sa relation avec KPMG était moins claire d'après les lettres d'engagement et d'autres documents. Bon nombre de documents et communications visés étaient intervenus entre KPMG et l'autre cabinet d'avocats. Dans certains cas, KPMG a fourni des conseils indépendants aux parties Coopers Park. La Cour a refusé de protéger (à titre de communication couverte par le secret professionnel de l'avocat) les communications entre KPMG et l'autre cabinet d'avocats ou l'avis direct de KPMG.

Les investisseurs de capital d'investissement privé doivent garder à l'esprit les avantages potentiels du privilège du secret professionnel de l'avocat concernant les communications confidentielles ou sensibles. Ces investisseurs devraient envisager de faire en sorte que leurs avocats documentent adéquatement l'étendue des mandats et prennent des dispositions pour que les comptables, les conseillers en évaluation et les autres conseillers non juridiques concernés y participent indirectement. Ces étapes peuvent aider à obtenir la protection d'un privilège précieux.

28 <https://www.canada.ca/fr/agence-revenu/programmes/a-propos-agence-revenu-canada-arc/observation/rees-divulgation-obligatoire-aperçu/document-lignes-directrices.html>

29 *Coopers Park Real Estate Development Corporation v. The King*, 2024 TCC 122.

## TITRES DE CRÉANCE CONVERTIBLES TRANSFRONTALIERS

Les investisseurs de capital d'investissement privé cherchent souvent à acquérir des titres de créance convertibles dans des sociétés de portefeuille canadiennes. Il s'agit d'un rendement à priorité fixe assorti d'une hausse potentielle du cours des titres sous-jacents. En cas de retournement du cycle économique, la priorité associée à un instrument de crédit sera précieuse.

Les investisseurs de capital d'investissement privé non canadiens qui acquièrent des titres de créance convertibles d'un émetteur canadien voudront réduire au minimum la retenue d'impôt canadien sur les divers paiements effectués aux termes de ces titres de créance, comme les paiements d'intérêt périodiques réguliers, ainsi que sur l'intérêt réputé associé à toute prime de conversion (soit l'excédent de la valeur des actions dans lesquelles les titres de créance sont convertis sur le prix d'émission des titres de créance).

La législation fiscale canadienne exempte de la retenue d'impôt sur les intérêts la plupart des intérêts payés sur des titres de créance détenus par une personne sans lien de dépendance. Toutefois, si les intérêts sont des « intérêts sur des créances participatives » (« ICP ») au sens de la *Loi de l'impôt sur le revenu* (Canada), en sa version modifiée (la « LIR »)<sup>30</sup>, la retenue d'impôt s'appliquera au taux de 25 %, sous réserve de tout allègement fiscal prévu par la convention fiscale applicable. La définition de l'ICP comprend généralement les intérêts qui, en totalité ou en partie, sont conditionnels à l'utilisation de biens au Canada ou dépendent de la production en provenant au Canada ou qui sont calculés en fonction soit des recettes, des bénéfices, de la marge d'autofinancement, du prix des marchandises ou d'un critère semblable, soit des dividendes versés ou payables aux actionnaires d'une catégorie d'actions du capital-actions d'une société<sup>31</sup>.

On craint que la tranche de l'intérêt découlant de la conversion de titres de créance en actions (c'est-à-dire la prime de conversion qui est réputée constituer un paiement d'intérêts aux termes de la LIR)<sup>32</sup> ne soit

considérée comme étant des ICP. La préoccupation qui en découle est que la totalité des intérêts sur les titres de créance convertibles (y compris les paiements d'intérêts périodiques réguliers) pourraient constituer des ICP compte tenu de l'emploi du terme « en totalité ou en partie » dans la définition des ICP.

Il existe différentes solutions pour gérer le risque de retenue d'impôt associé aux émissions de titres de dette convertible transfrontaliers.

L'ARC a fourni une règle une zone de sécurité pour les titres de dette convertible standards qui sont admissibles<sup>33</sup>. L'ARC a généralement considéré que les paiements d'intérêt périodiques réguliers sur des titres de dette convertible admissibles ne constituent pas des ICP et, dans le même ordre d'idée, que les paiements réputés d'intérêts découlant de la prime de conversion sur ces titres de dette convertible admissibles ne constituent généralement pas des ICP. L'investisseur en capital d'investissement privé peut se fonder sur ces positions administratives lorsqu'il est raisonnablement certain que ces titres de dette remplissent les critères des titres de dette convertible standards.

Les investisseurs de capital d'investissement privé qui disposent d'un bloqueur de convention fiscale admissible ou qui ont des investisseurs admissibles<sup>34</sup>, qui, dans chaque cas, sont admissibles aux avantages de la Convention entre le Canada et les États-Unis d'Amérique (la Convention fiscale Canada-É.-U.), peuvent souvent s'attendre à ce que la disposition relative à la retenue d'impôt sur les intérêts de 0 % prévue à la Convention fiscale Canada-É.-U. exonère les paiements d'intérêts versés sur des titres de dette convertible détenus par un tel bloqueur ou indirectement par des investisseurs admissibles. Bien que la disposition relative au taux de 0 % prévue dans la Convention fiscale Canada-É.-U. ne s'applique pas aux créances participatives visées à l'alinéa XI(6)b) de la Convention fiscale Canada-É.-U., l'exclusion relative aux créances participatives dans la Convention fiscale Canada-É.-U. constitue une définition plus étroite que la disposition canadienne relative aux ICP<sup>35</sup>.

30 Sauf indication contraire, dans les présentes, les renvois à la loi visent la LIR.

31 Des dispenses de la règle liée à l'ICP s'appliquent à certains intérêts décrits dans la définition d'« intérêts entièrement exonérés » et pour toute « obligation exclue » décrite au par. 214(8).

32 Voir le par. 214(7).

33 Se référer aux documents suivants de l'ARC : 2013-0509061 et 2021-091911.

34 Dans l'un ou l'autre cas, ce bloqueur (comme une société de type C américaine) ou ces investisseurs doivent être des « résidents » des États-Unis aux fins de l'application de la Convention américaine, être les propriétaires véritables de toute participation dans celle-ci, être admissibles aux avantages aux termes des dispositions relatives aux restrictions sur les avantages et veiller à ce que les règles de refus hybrides ne soient pas appliquées aux termes de la Convention américaine.

35 La définition figurant à l'article XI, par. 6, alinéa b), porte essentiellement sur le revenu, les flux de trésorerie, les distributions et les variations de la valeur des biens du débiteur.

Outre les questions de retenue d'impôt sur les ICP, les investisseurs de capital d'investissement privé devront tenir compte des risques éventuels suivants, selon la structure spécifique et les modalités des titres de dette convertible : 1) la retenue d'impôt sur les intérêts qui s'applique aux personnes considérées comme ayant un « lien de dépendance » avec l'émetteur des titres de créance<sup>36</sup>; 2) les questions de déductibilité des intérêts découlant des règles canadiennes sur la capitalisation restreinte; 3) la retenue d'impôt sur les participations réputées par suite du refus des intérêts payés aux termes des règles canadiennes sur la capitalisation restreinte.

Les investisseurs de capital d'investissement privé qui envisagent des investissements en titres de dette convertible qui ne peuvent gérer la retenue d'impôt en se fondant sur les positions administratives de l'ARC ou la Convention fiscale Canada-É.-U. devraient aussi considérer les structures d'investissement dans des titres de participation privilégiés convertibles ou des investissements dans le cadre desquels la « clause de participation » est séparée de la composante à revenu fixe privilégiée sous-jacente de l'investissement.

---

36 Ce statut comprend toute propriété (effective ou réputée) d'actions dans l'émetteur (y compris celle découlant des droits de conversion en actions qui font partie de la débenture convertible) en vertu de l'art. 251(5)b), ainsi que d'autres facteurs.



**POUR TOUTE DEMANDE DE RENSEIGNEMENTS,  
VEUILLEZ COMMUNIQUER AVEC :**



**Matthew Cumming**

Associé directeur,  
bureau de New York,  
co-leader du groupe  
capital-investissement  
[mcumming@mccarthy.ca](mailto:mcumming@mccarthy.ca)  
646-940-8966



**Mathieu Laflamme**

Associé, co-leader du groupe  
capital-investissement  
[mflamme@mccarthy.ca](mailto:mflamme@mccarthy.ca)  
418-521-3018  
514-397-4437



**Shevaun McGrath**

Associée,  
co-leader du groupe  
capital-investissement  
[shmcgrath@mccarthy.ca](mailto:shmcgrath@mccarthy.ca)  
416-601-7970



**Jonathan See**

Associé, co-leader des  
groupes capital-  
investissement et fusions  
et acquisitions  
[mcumming@mccarthy.ca](mailto:mcumming@mccarthy.ca)  
416-601-7560

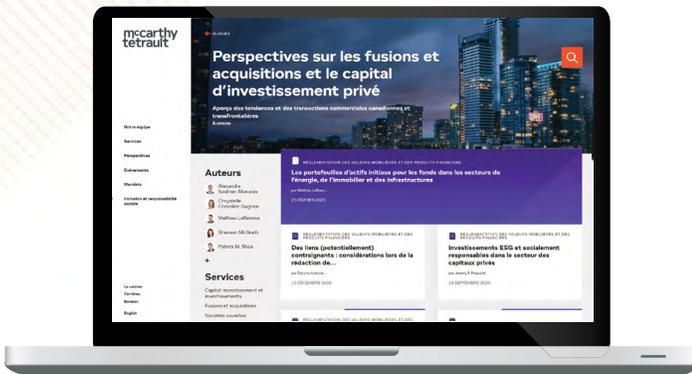


**Patrick M. Shea**

Associé, co-leader du groupe  
capital-investissement  
[pshea@mccarthy.ca](mailto:pshea@mccarthy.ca)  
514-397-4246



## VISITEZ NOTRE BLOGUE PERSPECTIVES SUR LES FUSIONS ET ACQUISITIONS ET LE CAPITAL D'INVESTISSEMENT PRIVÉ :



[www.mccarthy.ca/fr/references/blogues/perspectives-sur-les-fusions-et-acquisitions-et-le-capital-dinvestissement-privé](http://www.mccarthy.ca/fr/references/blogues/perspectives-sur-les-fusions-et-acquisitions-et-le-capital-dinvestissement-privé)

« Les membres du groupe de pratique sont reconnus pour leur capacité à traiter des affaires complexes. Ils sont toujours disponibles et comprennent bien les enjeux commerciaux importants. »

– Chambers Global Client

## À propos de McCarthy Tétrault

McCarthy Tétrault offre une vaste gamme de services juridiques et fournit des conseils stratégiques spécialisés par secteur d'activité et des solutions dans le cadre de mandats concernant des intérêts canadiens et internationaux. Le cabinet jouit d'une forte présence dans les principaux centres d'affaires du Canada, ainsi qu'à New York et à Londres, au Royaume-Uni.

Fort d'une approche intégrée de l'exercice du droit et de la prestation de services innovants, le cabinet est en mesure de capitaliser sur ses compétences juridiques, ses connaissances sectorielles et sa vaste expérience pour aider ses clients à atteindre les résultats qui comptent pour eux.

Notre groupe Capital d'investissement privé offre des conseils pratiques et des solutions innovantes à nos clients du secteur du capital d'investissement privé dans un contexte commercial de plus en plus complexe. Parmi ces clients, on compte de nombreuses sociétés de capital d'investissement privé, grandes et moyennes, établies au Canada, aux États-Unis et ailleurs dans le monde, de même que des caisses de retraite canadiennes, des fonds souverains internationaux et des entreprises familiales. Les avocats de notre groupe Capital d'investissement privé ont la fibre de l'entrepreneuriat et des affaires et défendent systématiquement les intérêts de nos clients pour qu'ils obtiennent les meilleurs résultats possible.

En tant que participants actifs du secteur du capital d'investissement privé, nous sommes en mesure de conseiller nos clients sur les tendances et les enjeux clés, ainsi que de leur permettre d'atténuer leurs risques et de mettre en œuvre des stratégies innovantes dans le cadre d'acquisitions, de cessions, de constitutions de fonds, de participations à des coentreprises et d'autres opérations. Grâce à une collaboration sans faille entre nos groupes sectoriels, nos bureaux et nos conseillers présents partout dans le monde, McCarthy Tétrault aide ses clients à réussir.

Sources pour tous les graphiques : analyse de PitchBook Data, Inc. et de McCarthy Tétrault S.E.N.C.R.L., s.r.l.

**VANCOUVER**

Suite 2400, 745 Thurlow Street  
Vancouver (Colombie-Britannique) V6E  
0C5

**CALGARY**

Suite 4000, 421 7th Avenue SW  
Calgary (Alberta) T2P 4K9

**TORONTO**

Suite 5300, TD Bank Tower  
Box 48, 66 Wellington Street West  
Toronto (Ontario) M5K 1E6

**MONTRÉAL**

Bureau MZ400  
1000, rue De La Gauchetière Ouest  
Montréal (Québec) H3B 0A2

**QUÉBEC**

500, Grande Allée Est, 9e étage  
Québec (Québec) G1R 2J7

**NEW YORK**

55 West 46th Street, Suite 2804  
New York, New York 10036  
États-Unis Amérique

**LONDRES**

1 Angel Court, 18th Floor  
Londres, EC2R 7HJ  
Royaume-Uni